宏调的逻辑

从十年宏调史读懂中国经济

把脉21世纪中国宏观经济与政策

宏观调控如何左右中国经济？

未来如何把握机遇，推进改革？

卢锋 著



中信出版集团 · CHINA CITIC PRESS

版权信息

书名:宏调的逻辑

作者:卢锋

ISBN:9787508655734

中信出版集团制作发行

自序

时间过得真快！21世纪转眼过去15年，中国经济成长经历又一轮波澜壮阔的宏观周期起落，目前正处于下行调整关键阶段。本书收录内容，部分是对近年宏观经济形势的零散评论，大部分是有关胡温主政时期10年宏调史的评论文章。这些文字记录了我对21世纪中国开放宏观经济成长运行的点滴观察思考，也体现了我愿意结合历史演变背景来分析探讨短期宏观经济形势的研究习惯。

重视从历史与现实结合的角度研究21世纪中国宏观经济，至少应有两点意义。一方面，21世纪初年中国经济超预期追赶的展开过程及其不同侧面表现，无论在深化拓宽对开放宏观经济重大问题学理认识方面，还是在对正确把握当代全球经济格局演变的驱动力量和现实机制上，都提供了很多鲜活重要的经验事实与素材。历史与逻辑具有统一性，认知当今经济变革大时代的内在规律与逻辑，应有历史演变的观察视角。

另一方面，近年中国经济经历改革开放以来持续时间最长的一次减速调整，目前仍面临下行压力考验。就如何看待目前形势与展望前景而言，无论学界还是在社会上都存在较多分歧。在经济形势“乱花渐欲迷人眼”的背景下，借鉴中国宏调史观察视角，重视从系统分析早先扩张阶段的失衡因素形成机制与特点入手，结合当前现实情况，探讨认识本轮调整为何难的实证根源，对正确把握经济未来走势不无裨益。

中国改革开放推动经济快速发展，并产生越来越大的全球影响力，已成为昭然于世的经济现实。中国经济开放追赶及其伴随全球经

济格局演变所涉及的诸多重要问题，虽已引发学界广泛关注与重视，并已取得诸多有价值的研究成果，然而对这些问题的系统观察研究还远远不够，学术研究与理论认知仍明显滞后于经济实践发展。基于对中国开放宏观经济的观察思考，笔者在近年有关开放宏观经济学课程与讲座中，在过去10余年主持协调“中国经济观察”季度报告会的过程中，对这些问题做了一些梳理和思考。有关研究论文和报告收录于《大国追赶的经济学观察——理解中国开放宏观经济（2003—2013）》一书中，并于2014年出版，有关短篇评论文章同时结集于《搞对价格管好货币》一书并出版。

本书收录了笔者过去两年多有关21世纪中国开放宏观经济的评论文章。内容大体分三块。一是2013年年初开始的一年多时间里，我在财新《新世纪》杂志上就胡温时期开放宏观经济与政策发表了60篇系列评论文章，对21世纪初10年宏调史涉及的部分问题，从时间纵向与专题横向两个角度做了初步梳理与探讨。二是对十八大以后我国宏观经济与政策的零散评论文章，主要在FT中文网、《改革》杂志等媒体发表。三是从双重调整和历史观察角度分析目前经济形势特点的研究报告的缩写文章。这些文章的讨论内容与我在北京大学开设的“21世纪中国开放宏观经济”课程的努力相一致，体现了我对新时期中国开放宏观经济一些特征性现象的观察思考兴趣。结集出版之际，出版社编辑把这些文章分拆编排为4个部分11章节，形成这本小书的内容结构。

感谢汪丁丁教授和胡舒立女士对于最初写作10年宏调史系列评论的热情鼓励和支持，感谢财新《新世纪》不同时期编辑人员朱长征先生、叶伟强先生、李增新先生等人的支持，感谢FT中文网编辑徐瑾女士、《改革》杂志编辑杨哲宇先生的热情合作。最后要特别感谢中信出版社王斌社长亲自过问本书出版，特别感谢黄维益和刘淑娟认真专业的编辑，使得这本小书得以出版。

卢锋

2015年11月底于北京西郊天秀园住所

前言
十年宏调回头看

2012年11月17日，周小川在“财新峰会”发表主题演讲，对过去10年中国货币政策实践从10个方面进行了梳理。据悉，周小川此演讲本为“2012年雅克布森基金讲座”准备，由于未能按计划赴日本演讲，改在国内用中文发表。

周小川担任过不同部级领导职务，但更可能作为中央银行家被历史记录。这次演讲被看作是他10年主政央行货币政策遗产的一次小结，注定会成为研究21世纪初中国货币政策史的重要文献资料。

央行行长是比较专业化和技术化的高级职位，周小川愿用自己的语言描述货币政策设计实施原委，娓娓道来又亮点频频，其实是中国转型背景下央行专业化水准提升的一个标志。如果说朱镕基当年兼任央行行长时以凌厉的手段为严治通胀垂范，周小川则在提升央行高层专业化水准方面成绩显著。

周小川重视历史反思的意愿取向，也为当下需要。十八大以后出现全国上下热议改革的可喜局面。“温故而知新”，开创未来改革发展的新局面，需要系统总结借鉴历史经验和规律。细察10年经济运行轨迹，总结宏观调控（以下简称“宏调”）经验教训，对未来改革探索具有史鉴意义。

过去10年非同寻常，经济成长有很多新现象值得反思，宏观经济运行有很多新矛盾值得探讨，政策实践有很多新经验值得总结。例如，周小川在演讲中四次提到21世纪初中国“国际收支双顺差”。此

“双顺差”在很大程度上是与中国实践相联系的特征现象和新鲜经验。

传统发展经济学“双缺口模型”认为，发展中国家面临储蓄与贸易缺口，国际收支标准形态应是经常项逆差与资本项顺差匹配。然而21世纪90年代中后期以来，中国逐步出现双顺差现象，进入21世纪后，双顺差规模更扩大到大国范围绝无仅有的地步。其规律含义值得探讨。

与此相联系，人民币面临趋势性升值压力，成为中国开放宏观经济面临的又一全新问题。人民币汇改发轫于开放之初。没有当初引入“出口换汇成本”对官方出口汇率大幅贬值，不可能有早年特区开放的成功探索与突破。

然而，初期十几年汇改的主要矛盾，是要解决封闭体制遗留的实际汇率结构性高估失衡，新时期汇改则需解决如何应对可贸易部门生产率追赶派生本币趋势性升值要求问题。有管理浮动汇率制虽早在1994年已成定论，但新时期重回比较灵活的汇率制仍极为困难，对此尤其需要总结经验反思解析。

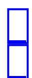
新时期开放经济内外部平衡方式也令人困惑。外汇储备过量增长，意味着国民储蓄大规模流出，似乎显示内需不足。然而10年宏调的大部分时期，有关部门用各种方法抑制国内投资，可见“内需不足、储蓄过度”并非经济运行的自发结果。抑制较高收益国内投资，海量投资低收益外国国债，对这样的组合现象需理性探讨和科学解答。

另外，还有很多具有认识挑战性的现象：如果中国经济增长真得仰仗外需，如何解释国际金融危机后中国总需求率先V形回升？既然早已确定主动、渐进、可控的正确汇改方针，为什么汇改实际进程仍明显滞后？如果美元主导的国际货币体系真是我们外部失衡的主要原

因，为什么失衡要等到21世纪初才得以凸显？为何其他很多国家受国际货币体系影响，却并未普遍面临类似困境？

为什么一段时期中国宏观经济运行“易热不易冷”，而宏观调控政策却治冷易治热难？如何看待宏调工具选择上表现出来的“十八般武器”一起上的宽泛化特点？如何看待产能过剩对宏调政策的分析支持含义与实践效果？如何看待货币过量冲击下不同物品价格的响应特点？积极宏观政策与刺激政策是一回事吗？如何理性评估“4万亿”刺激利弊得失？这些有待探查问题的清单，很容易增广加长。

系统探讨上述现象、问题、矛盾及其背后的规律内涵，无疑是经济学研究引人入胜的题材，也或许能对未来政策选择提供有益的启示。



第一部分 宏观调控知多少

第一章 从胡温景气到习李宏调

胡温景气与宏观大势

经20世纪90年代深度改革与入世（世界贸易组织）开放洗礼，进入21世纪后，中国迎来新一轮前所未有的高增长。开放景气增长的来临与胡温主政大幕拉开之际重叠，日后经济史学家或会称之为胡温景气。

虽然“金砖国报告”在21世纪之初预见到新兴经济体将在全球增长格局中脱颖而出，然而21世纪初的中国经济开放成长的范围、强度和影响，还是超出几乎所有观察人士的预期。

以钢铁为例，世纪之交国内外权威报告预测，中国钢铁产出与消费规模到2020年将达到1.5亿吨左右。然而事实是，2005年中国钢铁产量已经超过3亿吨，2011年产量达到6.85亿吨。我国钢铁产量全球占比从2000年的15.6%快速提升到2011年的46%。

汽车市场扩张是又一特征事实。芝加哥大学福格尔教授1999年在北京大学演讲时预测，2015年中国汽车年购置量将超过1000万辆，引发与会者普遍质疑。然而实际上中国汽车产量2009年就超过1000万辆，2011年达到1380万辆。

2003年高盛的“金砖国报告”引发广泛关注的原因之一，在于它提出了一个预测结论：中国用市场汇率衡量的美元GDP（国内生产总值）规模，将在2041年第一次超过美国。当时这个预测不啻石破天

惊。然而2003年以后的实际情况显示，晚近10年中国实际经济的追赶步伐，远远超过该报告预测的速度。

事实是，2003—2011年以汇率折算的中国美元GDP年均增速，比美国GDP年均增速约高15.6个百分点。即便这个追赶速度未来回落到11%，中国也会在2020年前后超过美国，成为全球体量最大的经济体。这将比高盛报告预测的时点提前20年。

追赶提速由三方面原因决定：一是我国年均略高于10%的实际经济增速远高于美国；二是较高通胀率使我国名义GDP更快速追赶；三是不同于开放初期，我国经济较高通胀下快速增长，通过国际收支平衡规律"倒逼"本币汇率大幅贬值，晚近时期我国经济高增长的同时，对外竞争力仍趋势性提升，顺差失衡"倒逼"人民币名义汇率持续升值。

快速成长使中国对全球经济增长贡献度大幅提升。IMF（国际货币基金组织）数据显示，2000—2005年中国经济对全球经济增量贡献率约为7%，到2005—2010年增量贡献率上升到21%。2011—2015年这个指标值将提升到29%。

10年宏观经济短期走势可分两个时期。前半期从2003年到2008年上半年，是高增长时期，增长率几乎都在两位数以上。以铁本事件为标志的2004年紧缩措施，使2005年经济增速一度走缓。然而2006年宏观经济重拾强劲增长势头，2007年在经济增速、通货膨胀、资产价格飙升等方面达到整个时期的峰值。

后半期从2008年下半年至2012年年底，经济运行仍保持年均9%以上的增速。然而在内外新环境下，经济走势经历了三阶段异乎寻常的波动。

一是经济增速较快滑落阶段。2006年和2007年经济偏热增长与通胀伴随一般物价上涨和资产价格飙升，政府实施多方面紧缩调控政策引导经济减速下行。同时，国际金融危机酝酿爆发，我国出口需求急剧收缩。内外下行力量作用下，经济增速较快滑落：2008年四季度降到7.6%，2009年一季度跌入6.6%这个10年最低位。

二是经济增速V形回升。2008年11月中国政府推出一揽子刺激政策，并以“快、重、准、实”方式贯彻实施。中国经济基本面良好，又得超常刺激政策助推，货币与信贷增长率2008年年底便触底反弹，钢铁、工业增加值增速等周期先行指标2008年底止跌回升。总需求2009年二季度反弹，2010年一季度达到11.9%这个危机后峰值。

三是经济增速趋缓回调。刺激措施推动经济V形回升，带来稳就业等方面成效，凸显中国领跑全球经济复苏的能动作用。然而超强刺激措施有副作用，信贷与货币超常扩张引入后续通胀压力。房地产再次成为资产价格泡沫化重灾区，2008年11月刺激政策问世后不到一年半期间，官方房价指数竟飙升四成以上。

高通胀推动宏观政策转向紧缩，2010年二季度后经济增速持续趋缓，2012年二、三季度回调到7.6%和7.4%的偏低水平。

纵览10年宏观经济形势与政策，基本特点可用三句话描述：宏观经济运行“易热不易冷”，宏观政策运用“治冷难治热”，宏调工具选择“偏于宽泛化”。

经济易热难冷

“易热不易冷”是晚近10年宏观经济运行的一个特征事实。冷热指实际经济运行与潜在增长水平之间的相对状态。偏热大体指总需求及其决定的短期经济增速高于潜在增速并伴随通胀压力，偏冷则相反。

精准衡量经济潜在增速存在困难，学界对我国潜在增速估值也无定论。一般认为，过去10多年我国经济潜在增速应在9%~10%。以此参照，2003—2007年我国实际增速都超过10%，2006年和2007年分别达12.7%和14.2%，前半期经济增速偏快应是不争事实。

2008年以及2010—2011年经济增速仍在9.5%~9.8%这一不低的水平。2009年一季度增速滑落到6.6%的低谷，然而一揽子刺激政策推动总需求很快V形回升，全年增速仍达8.9%。唯有2012年比较例外：受内外因素制约，稳增长政策比较注意避免过度刺激，经济增速略低于8%，为7.8%，是10年中唯一经济增速偏弱的年份。

经济运行易热难冷，显示中国经济增长动力强。一方面，我国仍处于城市化、工业化快速推进时期，发展阶段特点决定经济潜在增速较高。另一方面，转型环境仍存在一些深层体制扭曲因素，往往会对经济运行带来过快增长冲击和压力。

后发优势使得我国能以相对低廉的代价引进和研发新技术，并与我国不可贸易要素结合推动经济增长。本国投资与外国资本流入，使物质资本规模较快扩大。各类劳动者通过正规教育、迁移择业、干中学等渠道积累人力资本，加上适龄劳动人数占总人口比重上升，都有助于提升潜在供给能力。社会生产函数结构和参数快速变动，推动中国经济快速追赶。

改革开放降低制度成本，为中国经济持续追赶提供了不可或缺的体制支撑条件。如没有发轫于20世纪70年代末筚路蓝缕的改革，没有随后改革开放不断突破，建立起开放型市场经济体制架构，上述常规增长因素的绩效必大打折扣，增长持续性也难保证，中国追赶改变全球经济版图的大格局也无从谈起。改革开放确是中国经济发展的最大红利。

中国做对了一些重要的事情，为潜在总供给持续高增长注入可靠动力。一方面，中国道路具有深刻的国情特点，然而就其合规律性内容而言，与一般发展原理及国际比较经验其实也具有一致性。另一方面，我国体制转型环境下一些特有的扭曲因素，经常对经济增长产生过度助推力，对宏观经济易热难冷的特点也有重要解释作用。

我国干部选用体制与地方竞争机制，为经济增长提供额外动力源。各行政区在招商引资方面激烈竞争，行为类似处于同一市场的大公司。主政官员无论源自为官一任造福一方的公利动机，还是出于做好政绩更快升迁的自利考量，对扩大投资多上项目无不力争上游。地方主政官员并非由本地选民选举产生的较高流动性，使其行为更具有冲破预算约束的投资饥渴症特征。

我国独一无二的城乡分割土地制度，为经济增长装上又一台强有力的增长发动机。城市国有土地使用权可以通过市场广泛交易。农村集体所有土地在大农业范围运用也很少受限，农民拥有土地长期承包权，其使用、配置、收益权也可通过市场交易。但农地不许通过自发市场流转方式进入城市化建设。城市化所需新增建设用地，必须通过国家征地渠道，首先把农村集体所有土地变性为国有土地，然后再经由国家垄断的一级市场供地。

这套独特历史环境下演变来的独特土地制度，为政府参与和调控经济活动提供了“利器”。农地一旦投入城市建设，有可能发生几倍、几十倍甚至更高增值溢价。现行土地制度硬性规定农地只能在农

业部门利用，逻辑上潜在断定农地主人放弃农地的机会成本仅限于未来农业预期收益，农地转为城市建设用地溢价大部分成为土地经营方——地方政府占有或控制收益。

新时期土地财政为地方政府经济扩张提供新能量来源。数据显示，全国土地出让金额从2001年的492亿元增长到2011年的3.02万亿元，10年增幅高达60倍。政府经营土地收益用作资本金，能通过抵押贷款在获取投资项目资金支持方面产生放大效应。土地经营市场的宏观顺周期性质，使得地方政府在影响经济政策取向上通常采取“做多不做空”立场。

基本面条件决定中国经济增长动力充足，扭曲性因素则为增长引入过度风险。“双引擎”的强大驱动力，派生我国开放宏观经济呈现“易热不易冷”的不对称现象。

宏调治冷难治热

如果说晚近10年宏观经济表现的特点是“易热不易冷”，从宏调政策成效看则显得“治冷难治热”。当然治冷也有不易之处。不过应对经济增速偏低偏冷时，各类政策工具协调性较强，各方利益比较一致，只要政府愿意出手，政策实施与收效会比较快捷和明显。

4万亿刺激政策是显示宏调“治冷”得心应手的典型案例。当时经济增速一年快速下跌4个百分点，同时出口急剧收缩，2009年出口年度降幅高达16%。内外冲击下经济增长前景黯淡失色，经济“长冬”“L形”走势难免之类的观点，一时广为流行。

然而随着刺激措施推出，宏观经济先行指标很快扭转跌势，如钢产量和工业增加值增长率都在2008年底止跌回升。2009年一季度数据，通过货币信贷及部分实体经济先行指标，已清晰显示宏观经济V形回升态势。二季度GDP同比增长率大幅反弹及货币信贷猛烈扩张，提示宏观经济“冷与热”两端风险实际已悄然移位。我国现阶段宏调“治冷”确实身手不凡。

这段宏调实践还提示，在我国目前发展阶段，即便面临2008年底那样的经济低迷形势，大手松货币也会带来通胀与资产泡沫问题。2012年宏调政策目标再次以“稳增长”为关键词，或许借鉴了早先过度刺激的经验教训，转而采用较为温和宽松的政策引导经济逐步企稳回升。2012年经济减速调整态势，与宏调治冷功能较强判断仍并非矛盾。

应对经济偏热通胀则颇为不同。由于多方面原因，宏调政策治理经济过热和通胀，要来得比较麻烦，甚至不无纠结。

首先是识别判断经济过热就要多一些周折。2003—2004年出现第一波经济走热和通胀形势。此前信贷增长率从2001年上半年的10%增长到2003年的20%以上，同期货币增长率也从12%~13%上升到近20%的高位，钢产量和工业在2002年逐步进入增长高位区间。虽然先行指标明显提示经济偏快倾向，但由于世纪之交的通缩背景条件，加上2003年上半年非典冲击引入不确定性，各方难以就经济面临通胀形势形成共识。

观察宏观调控政策情况，2003年虽有一些部门性逆周期调节措施出台，宏观政策整体方针到2003年年底和2004年年初才明确实现向“治热”紧缩方面调整。但由于通胀形势已然形成，后手调控自然要麻烦一些。后来对2006—2007年、2010年两波通胀形势的判断，也受不同因素影响而发生不同程度滞后。

关键宏观统计数据系统误差，不利于较快识别经济过热和通胀。例如，统计部门会在几个阶段发布与修正特定年份GDP增长率数据。最早通过统计公报发布最近季度与年度增长率，次年统计年鉴公布增长率确定值，最后可能还会公布利用普查数据调整数。观察不同时段统计数据误差发现，最先公布特定年份GDP增长率数值最低，随后统计值通常会提升调高。

例如当初统计公报发布2005年GDP增长率为9.9%，后来调整为11.3%，即最初公布数比调整数低估1.4个百分点。2006年最初公布增长率是10.7%，后来调整到12.7%，最初公布数低估2个百分点。2007年增长率从11.4%调整到14.2%，最初低估2.8个百分点。

有意思的是，观察2001—2011年历年误差方向，都是最初数据被低估，误差简单加总值11.1个百分点。GDP增长率“最初低估、后来调高”会对宏观形势研判引入系统偏差。如果2006年和2007年年初就知道2005年和2006年GDP分别增长11.3%和12.7%，而不是最初统计公报发

布的9.9%和10.7%，对较早判断2006—2007年经济过热与通胀或许会有助益。

识别判定通胀较为滞后，还受到利益关系微妙作用。过度景气与经济过热虽不好，但短期会给各类市场主体——投资方、企业、地方“诸侯”带来利益，客观上有利于扩大就业。现实利益考虑使决策部门识别通胀更可能偏于审慎。“在晚会高潮时撤掉酒水”注定不受欢迎，这个宏观政策的政治经济学效应在我国转型环境中也有现实表现。

对宏观经济偏热、通胀形成事实判断后，我们治理通胀方法的一些特点，也不利于“治热”措施速收快刀斩乱麻之效。关键在于用汇率、利率两个基本价格工具调节有过多不便之处，实际运用较为滞后欠缺。以治理2003—2004年通胀为例，虽然2004年年初宏调政策已转变为以治理通胀为主，然而2004年10月才用升息工具，汇率变动要等到2005年7月才姗姗来迟。

与价格调节受局限相联系，“治热”政策工具选择初期往往较倚重部门性调控措施。如治理第一波通胀时，抑制钢铁、水泥、电解铝投资占据较突出地位，信贷调控也一定程度上瞄准特定产业部门目标。好比医生治病，如果不能较早用特效药，而是较多针对直接症状用药，治理过程难免更为曲折复杂，宏调“治冷难治热”现象也就不足为奇。

宏调改革加减法

加快建立和完善适应大国经济成长所需的开放宏调体制架构意义重大。其要点不在具体的宏调政策调整，而在宏调模式与宏调机制的转轨。

因为，如何判断特定时点的宏观经济形势，如何采用宏观政策调节总需求，这类宏调政策运用属于短期性和技术性问题。哪些部门采用什么方式宏调，宏调是否恪守市场经济合理边界，是否足够尊重市场主体基本权利，这些则关乎市场经济基本规则，属于长期性和体制性问题。

把政府权力关进制度笼子里，包含对宏调之手加以规范的题中应有之义，因而宏调改革是建设完善市场经济体制的基本环节之一。由于多样化宏调往往与一些既得利益纠缠在一起，加快改进完善与市场经济原则兼容的宏调架构，也是政府部门切实转变职能的重要切入点。

宏调改革出不了“破立”二字。

破是做减法。30年宏调探索，特别是近10年开放大国的宏调实践显示，改革需做四道减法题。

一是在认知和概念上做减法。宏观经济变量指内涵外延大体能覆盖国民经济的整体变量，宏观调节则相应指通过调节宏观变量达到宏观大体均衡状态的干预举措。科学和严谨地界定宏观和宏调范围，减掉原本不属于宏观和宏调内涵的因素和对象，是宏调改革的认识前提之一。

二是要在宏调主体方面做减法。在科学界定宏观与宏调界限的基础上，一些部门职能定位需“去宏调化”，改变宏调“九龙治水”的格局。随着环保宏调、土地宏调、农业宏调等类似概念逐步淡出，宏调职能向少数宏观管理部门收拢，有助于更有效地发挥宏调政策功能，并提升对宏调政策成效的可问责性。

三是减少用行政手段搞宏调。这一点上下早有共识，政府采用这类手段时也表现出克制，但仍时有发生。如半年暂停建设用地供应，直接查大案推宏调，行政限价，对房地产市场超常管制，等等。通过改革建立更有效调节宏观波动的体制，进一步减少行政宏调发生概率，对市场经济长治久安运行有积极意义。

四是在“产业政策宏调化”上做减法。随着经济发展阶段提升，早先必要的产业政策或许也应瘦身。另一层意思是实施产业政策需与宏调适当区隔。产业政策应界限清晰、相对稳定，宏调则因时而异、相机抉择，二者混合利用会派生更多任意干预与微观调控。产业政策独立于宏调政策，有助于提升产业政策的规则性与透明度，促进宏调体系建设和提升效率，助推政府部门转变职能与避免过多的微观干预。

做好加法更关键。只有建成新体制，才能改好旧体制。加法不到位，减法难落地。具体要做到以下几点：

一是深化汇率市场化改革，在增加汇率杠杆的调节功能上做加法。新时期开放宏观经济的运行经验显示，在我国可贸易部门生产率快速追赶的背景下，本币实际汇率依据巴拉萨—萨缪尔森效应面临趋势性升值压力。如名义汇率调节不够灵活，实际升值规律就会经由各种传导机制通过国内通胀“顽强地”释放出来。

北京大学国家发展研究院的宋国青教授2004年提出“汇率是纲”，确有认识穿透力。汇改已取得不少进展，下一步需深化改革，

制度性限制货币当局汇市干预，使汇率机制基本完成向市场化方向转轨。

二是要加快利率市场化改革，在更好地发挥利率的杠杆调节作用上做加法。20世纪90年代以来利率市场化改革取得很多成就，然而目前存贷款利率仍维持2004年引入的“上下限”管制，超稳定利差与银行准入垄断相结合，形成金融体制转型的一道难关。新时期银行应对市场竞争能力明显提升，货币市场基础建设也有长足进步。需排除既得利益干扰，加快推进利率市场化改革，为更好发挥利率价格调节功能创造体制条件。

三是应调整现行央行体制，在提升其执行货币政策独立性上做加法。借鉴国际比较经验，特别考察和总结10年宏调实践的经验，适当扩大央行执行货币政策的独立性应利大于弊。这方面改革有助于提升货币政策的专业性和有效性，有利于减少地方、部门等局部利益的过多影响，有利于提升货币政策的透明度并增强其可问责性。

四是推进财税体制改革，在扩充财政宏调功能上做加法。改革时期我国财政宏调功能从无到有初步发展，不过受体制转型进程制约，这方面功能发挥仍较为有限。下一步财税体制改革将减少政府财政直接投资比重，推进结构性税制调整。加快建成大国公共财政体制，是现代国家的基础制度建设，同时也有望提升财政总量“自动嵌入”与“相机抉择”两重宏调功能。

宏调改革呼之欲出

在十二届全国人大的记者招待会上，新总理李克强以清新朴实的风格，宣布“持续发展经济”“不断改善民生”“促进社会公正”等三项施政目标，阐述“能够牵一发动全身的”的三方面改革议题。宏观金融改革与分配制度改革、推动社会公正改革一起，将在新政府的改革议程中占优先地位。

谈改革思路，李总理开宗明义指出，“推动经济转型要注意发挥财政、金融、价格改革的杠杆性作用”，为此将提升财政预算制度的透明度，“在金融领域要推进利率、汇率市场化改革”。阐述社会公正改革要旨时，他指出要“推动民营资本顺利有效地进入金融、能源、铁路等领域”，把民营企业市场准入权提到社会公正的高度加以强调。

新一届政府央行行长由周小川留任，中投负责人、财政部原常务副部长楼继伟调任财政部部长。这两位学者型高官学养好、经验丰富、改革思路多，主管两大宏观金融部门，应有利于积极稳妥地推进宏观金融改革。

新总理亮相表态与关键财经部门的人事布局，给人以宏调改革呼之欲出之感。经济持续发展依靠转型升级，其基本动力应来自市场的力量，包括价格和竞争机制的引导和激活作用、企业家潜能的充分发挥、劳动者为各自梦想努力工作等。

要充分发挥市场机制调结构与促转型的功能，政府需承担一大责任，就是要利用政策工具维持利率、汇率等基本价格大体合理，维护宏观环境的大体稳定。

否则，在价格扭曲、金融抑制、宏观失衡的环境下，借钱炒作资产就能赚得钵满瓢满，原本致力于实业的企业也会倾心于投机炒作捞浮财，市场机制作用会事与愿违地“诱使”经济向资产泡沫化方向“转型”。微观主体通常不会改变宏观失衡，而只会对给定价格信号和环境做反应。政府垄断货币权并掌控宏调权，在理顺价格与维持宏观稳定方面负更多的职责。

通过宏观金融改革建立新的以总量和价格调节为主要手段的宏调政策架构，是30多年改革实践持续探索的重大问题。宏调探索虽取得诸多重要进展和成就，然而探索过程并未完结。回望新时期宏调实践，仍存在深层矛盾与问题有待破题与解决。

一是宏调涉及的一系列关系仍有待在认识上厘清。包括政府经济管理对象与宏观调控对象之间的关系，政府经济管理机构与宏观调控机构之间的关系，宏调涉及的“总量、价格、间接”工具手段与“产业、计划、法律、行政”工具手段之间的关系，等等，都有待在学理和实践上给以科学的界定与区分。

二是宏调体制选择对宏观经济稳定的影响问题。宏调实践显示，如果不通过加快宏观金融改革，使得汇率和利率等基本价格杠杆更好地发挥调节作用，不仅无法更好地采用与市场经济原则兼容的方式管理总需求波动，反而会客观上给通胀预期管理造成困难，在控制结构性物价上涨以及房价间歇性飙升方面面临被动局面。

三是宏观金融体制与其他经济政策目标的关系问题。例如在管制利率下，货币过度扩张，即通胀会导致负利率，不仅加剧宏观失衡，而且对国民收入分配带来负面影响。假定较合理状态下储蓄方应得2个百分点上下的实际正利率，用居民银行存款规模等数据匡算，2010—2011年的负利率可能给城乡居民储户带来万亿元规模的损失。这与政府增加居民收入政策目标显然不一致。

四是过渡性宏调模式难免带来负面影响。宏调的必要性与紧迫性意味着，在市场兼容性宏调机制尚未健全的背景下，过于宽泛的替代宏调方法会大行其道。这种模式虽有贡献，然而其中包含的过多非市场因素，会对市场经济秩序与规则完善带来不利影响，甚至派生旧体制因素以“新瓶装旧酒”的方式回归，不利于实现十六大时提出的完善社会主义市场经济体制的目标。

新时期宏调实践内在矛盾与问题，可用一个简单的逻辑链条描述：价格搞不对是逻辑起点，货币难管好是传导环节，通胀压力大是直接后果，体制改不动是深层影响，宏调宽泛化是突出表现。只有在宏观金融领域进行系统改革，才能冲破宽泛化宏调模式背后的系统均衡。

新政府开局之际宏调方针展现出“求稳”与“谋变”两重思路。求稳是要通过短期宏观政策工具运用，培育2012年年底经济增速企稳回升的势头。谋变则要力推宏观金融改革，突破一段时期以来形成的宽泛宏调与部门利益结合形成的阶段性体制格局，构建一套适应追赶期开放大国经济成长所需要的宏调体制。

十八届三中全会论宏调

中共十八届三中全会通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》（下称《决定》），确定六大领域改革议题，部署15方面重点改革任务，是中国改革史上又一里程碑式事件。

类似历次改革文告，改进宏观调控也是这次《决定》涵盖内容之一。《决定》提出“要健全宏观调控体系”，把“科学的宏观调控”作为“发挥社会主义市场经济体制优势的内在要求”之一。宏调“主要任务是保持经济总量平衡，促进重大经济结构协调和生产力布局优化，减缓经济周期波动影响，防范区域性、系统性风险，稳定市场预期，实现经济持续健康发展”。

《决定》要求，“健全以国家发展战略和规划为导向、以财政政策和货币政策为主要手段的宏观调控体系，推进宏观调控目标制定和政策手段运用机制化，加强财政政策、货币政策与产业、价格等政策手段协调配合，提高相机抉择水平，增强宏观调控前瞻性、针对性、协同性”。

回顾历史，宏观调控是改革时代的产物。1987年，中共十三大提出“有计划商品经济”概念，要求“逐步健全以间接管理为主的宏观经济调节体系”。十四大确立市场经济体制目标并第一次提出宏观调控：“使市场在社会主义国家宏观调控下对资源配置起基础性作用”，要求“健全科学的宏观管理体制与方法”。

依据十四届三中全会体改决定有关阐述，“宏观调控的主要任务是：保持经济总量的基本平衡，促进经济结构的优化，引导国民经济持续、快速、健康发展，推动社会全面进步。宏观调控主要采取经济办法……建立计划、金融、财政之间相互配合和制约的机制”。

十六大以来更多强调完善宏观调控体系，要求“发挥国家发展规划、计划、产业政策在宏观调控中的导向作用，综合运用财政、货币政策，提高宏观调控水平”，“运用货币政策与财政政策，调节社会总需求与总供给的基本平衡，并与产业政策相配合，促进国民经济和社会的协调发展”。

由此可见这次宏调表述的新意和特点，明确以财政和货币政策作为主要宏调手段，提出宏调机制化，体现决策层宏调理念创新。针对危机后形势发展，要求“形成参与国际宏观经济政策协调的机制，推动国际经济治理结构完善”，这是全新表述。再提“科学的宏观调控”，折射高层意识到需系统反思与应对这个复杂问题。

成熟市场经济下宏观政策对象主要指总需求管理与稳定政策，侧重调节开放宏观经济的总量关系及其平衡，宏观政策具有相机抉择的特点，央行和财政部等是主要宏调职能部门。中国20余年探索宏调体系仍未基本定型，与转型期宏调实践的一些特点有关。

我们对宏调目标和对象界定比较广泛，不仅包括总量平衡，而且涵盖结构优化目标；为此在政策工具上就需要借助计划、产业政策等多样化工具；在政策实施主体上表现为很多部门参与宏调。对象宽、工具泛、主体多的宏调体制虽便于灵活施政，然而宏观经济波动短期变异度较高，宏观调控有相机抉择特点，与结构演变和产业政策取向比较稳定的属性难以兼容一致，实践中难免导致宏观调控微观化或过多干预常态。

经验表明，如果宏调目标过宽、宏调工具过泛、宏调部门过多，许多政府部门能较为随意地“以宏调名义”干预投资、信贷、准入等方面微观经济活动，势必妨碍健全完善的市场经济秩序目标。也就是说，具体宏调举措是技术性问题，但宏调规则、范围、方法则是体制性问题，并在经济实际运行层面具体定义市场机制与政府干预作用的真实边界。

体制市场化程度会制约宏调科学化程度，然而宏调宽泛化与微观化也会固化甚至强化体制中非市场因素，反转制约市场配置资源机制的实现程度。十八届三中全会推出前所未有的全面深化改革新举措，决心“大幅度减少政府对资源的直接配置，推动资源配置依据市场规则、市场价格、市场竞争实现效益最大化和效率最优化”，将为破解科学宏调难题提供新机遇。

按照十八届三中全会确定的时间表，到2020年在重要领域和关键环节改革上取得决定性成果，使各方面制度更加成熟、更加定型。可以预见，市场经济体制健全成熟之日，也就是科学宏调目标实现之时。届时“宏观调控”这个体制转型期的特色名词，其中带有计划体制遗迹的“控”字或许会被舍弃，最终采取“宏观调节”或“宏观管理”之类表述。

习李宏调有深意

2013年9月4日，习近平主席接受土库曼斯坦等五国媒体联合采访，系统阐述中国宏观经济形势与宏调政策；9月3日，李克强总理在中国—东盟商务与投资峰会上发表主旨演讲，也简要介绍了国内宏观经济与政策情况。两位领导人不约而同地强调目前宏调要为国民经济长期发展打好基础，显示中国宏调政策远近结合的思路更加清晰完整，也折射出当时宏调方针与早先宏观经济演变特点的内在联系。

新政府接任半年以来，国内宏观经济总体呈现稳中有进的态势。然而，经济增速阶段性趋缓也引发国内外多方议论，近来国外一些媒体出现新一轮看空中国经济的舆情。上述形势下，中国领导人在重要外事活动场合介绍经济形势并定调宏调，尤其令人关注。

两位领导人客观介绍了国内目前经济形势的特点。习主席特别提到2013年“上半年实现了725万人就业”，显示劳动力市场平稳运行。还指出在上半年我国总需求“7.6个百分点的增长中，内需贡献了7.5个点，经常账户盈余已经处于国际公认的合理区间”。李总理指出，“上半年中国经济保持稳定运行”，说明近期数据显示“市场预期明显向好”情况。领导人并未回避经济增速趋缓的现实与经济运行的局部困难。

习近平主席坦承：“我们确实面临地方政府债务、部分行业产能过剩等困难，但这些问题都处于可控范围之内，我们有能力处理好。”李克强总理表示：“我们不敢有丝毫松懈，更不敢掉以轻心。前进中还面临不少严峻困难和挑战，有些是可以预见的，有些是难以预见的。”

习近平主席再次表达不刻意追求短期过高增速。他指出，“如果采取过去的发展方式，可能有更高速度”，然而我们宁愿接受目前速度作为“良性调整的结果”。这与他2013年6月在全国组织工作会议上所言“再也不能简单以国内生产总值增长率来论英雄了”，与他2013年4月在博鳌论坛及6月在“习奥会”（习近平主席与美国总统奥巴马的会晤）上阐述的“速度再快一点，非不能也，而不为也”的思路，无疑是一脉相承的。

特别值得关注的是，二人聚焦宏调不约而同地论及短期宏调与长期发展的关系。习近平主席指出：“在宏观经济政策选择上，我们坚定不移推进经济结构调整，推进经济转型升级，宁可主动将增长速度降下来一些，也要从根本上解决经济长远发展问题。”李克强总理也表示，将致力于“完成今年中国经济社会发展的主要任务”，“为中国经济长期持续健康发展奠定良好基础”。

两位领导人强调宏调政策要“功在当下利在长远”，颇含深意。对此，既可从一般学理上认识，也需从新时期经济增长背景与目前形势特点去解读。依据经济学原理，一国宏观经济长期由潜在增长能力及结构性变量决定，短期则主要考虑总需求变动及其与潜在增长能力的关系。现实生活中，短期经济可持续运行是长期潜在增长能力持久释放的前提，宏观经济管理的短期与长期内容相互制约，实施短期宏调政策自然需着眼长期可持续性。

另外，我们习惯理解的宏调政策内涵比较广泛，不仅包括总需求管理方面措施，还涵盖调结构、促改革等方面内容。在经济转型的环境下，体制改革和结构调整是长期增长的重要驱动力。在短期增长守底线的同时，对结构调整与推进改革给以更大政策优先度，是目前宏调政策的基本取向，也自然凸显短期宏调与长期发展之间的关系。

强调宏调政策长短衔接与远近呼应，还有一个特殊的现实背景，就是早先经济扩张阶段派生一些不可持续的矛盾，需要直面与应对。

我国新时期经济成长取得很大成就，同时也由于种种体制和政策不完善的原因，通过货币扩张偏快与通胀不平衡分布的效应，在个别或少数领域积累了一些高杠杆与高风险的因素。适当治理和化解这方面遗留问题与矛盾，是保证经济增长后续进入长期快车道的必要条件。

例如，少数地方政府融资平台债务规模增长偏快蕴含风险，需要在全面审计、比较准确了解相关情况的基础上适当化解。又如，近年银行表外业务与各类理财产品规模快速扩张与期限错配的潜在风险也需适当规制防范。再如，钢贸、光伏等个别行业，先前过度扩张或违规借贷现已面临风险暴露情况。

这些个别部门与地区的潜在风险具有可控性，关键是要尊重经济可持续增长规律的要求，真正重视并采取切实有效的措施加以治理与化解。

回顾分析新时期开放景气增长与宏调政策得失，特别是反思总结新时期通胀的形成机制与作用特点，有助于更好地认识当下宏调经济走势的特点与成因，更好地理解目前宏调方针的内在逻辑。

第二章 中国特色的宏观调控

宏调工具宽泛化

依个人浅见，探讨中国发展可能发生的偏差，最不用过分担心的就是全盘西化。30余年改革开放从未出现过有广泛政治和社会影响的全盘西化主张和力量。中国决策层20世纪80年代就确立“有中国特色的社会主义道路”，中共十八大重申“坚定不移沿着中国特色社会主义道路前进”。中国面临的真实问题，更多是现代与传统、特色与惯例、国情因素与普适因素，在边际上哪个多一些哪个少一些的问题。

宏调工具选择宽泛化的特征，是上述判断的一个佐证。市场经济环境下，政府通常采用较有普遍共性的手段调节宏观经济。我国情况不同，晚近10年发展出极为独特的宏调体系和工具组合。对这套宏调手法需细致评估，然而无论对错得失都与全盘西化风马牛不相及。

宏调工具宽泛化是指宏调工具和手段五花八门、多种多样，十八般武艺一起上。对10年宏调政策演变过程与具体内容进行梳理可见，晚近10年实际在宏观调控背景和语境下运用的政策工具和手段可能不下30种。这不仅远超出通常宏观经济学教科书讨论的类型和内容，也是通常成熟市场经济国家难以观察到的特征。

几十种宏调手段大体可归纳为四类。第一类是“总量参数型工具”，包括存贷款利率、法定准备金率、公开市场操作等货币政策工具；财政税收、支出、赤字规模调节等财政政策工具；法定汇率调控等。这类宏观政策工具主要针对总需求发挥调节作用，与市场经济环境下行为主体非歧视原则及公平竞争机制兼容度较高。

第二类是“准入数量型工具”，在汇率、利率等基本价格变量难以达到均衡的前提下，数量手段对管控货币信贷扩张具有重要作用。凭借国家垄断土地一级市场的独特土地制度，城市建设用地供地数量有时也被作为宏调手段加以利用，以至于坊间把中国特色“地根”调节与常规“银根”调节相提并论。有关部门在产能过剩的概念命题下对特定行业投资进行准入限制也被用作重要宏调手段。

第三类是“产业调控型工具”，主要指针对农产品和房地产价格较快上涨采取的调控措施，这类措施有的跟第二类信贷数量管制存在某种交叉性，但其主要调控切入点是针对流通领域或需求面因素，直接影响和调控价格意图在政策设计中具有更大权重。例如2007年一度对生猪生产供给实施密集调控措施。2009年年底到2011年年初，针对房地产出台四轮一道比一道更趋严紧的调控举措。这些举措表面看似为产业政策，其实相当程度是针对通胀背景下物价上涨的宏调措施。

第四类是“行政干预型工具”，即直接诉诸国家行政力量调控宏观经济。如2008年年初国家发改委负责人直接发布价格管制令，一定程度上具有短期冻结物价的含义。针对2004年经济增长偏热和显著通胀的形势，有关部门一段时期暂停城市建设用地供应，以求强行抑制投资驱动的经济扩张势头，更是极具中国特色的“行政干预型”宏调手段。

过去10年最具震动效果的行政性宏调手段，应是2004年4月底国务院直接查处江苏铁本钢铁公司违规建设钢铁项目。《人民日报》随后发表题为《坚决维护经济宏观调控政令畅通》的社论，凸显这个不同寻常的查处举措背后的宏调政策含义。

这四类宏调政策工具中，第一类工具比较符合市场经济的一般原理。虽然这类总量工具利用也有不少特色创意和做法，但总体看与一般教科书模型结论以及国际通常经验比较一致。后面三类宏调手段或

有超常属性，或是独创做法，与我国转型体制环境具有深刻内在联系。

表1-21世纪初中国部分宏观调控政策工具梳理

	工具名称	执行部门		工具名称	执行部门
1	提升存贷款利率	央行	17	限制非居民购房	银监会等
2	提高法定存准率	央行	18	限制居民购房	建设部等
3	增加央票发行	央行	19	重启与加快IPO	证监会
4	增发定向央票	央行	20	强化投资核准审批	发改委等
5	减少赤字发债	财政部	21	三年不上新项目	发改委等
6	减少出口退税	财政部	22	自有资本比例要求	发改委等
7	人民币汇率升值	央行	23	降农产品流通成本	商务部等
8	银行资本金要求	银监会	24	米袋子菜篮子责任制	发改委等
9	银行资本次债比例	银监会	25	母猪保险补贴	财政部等
10	信贷总量控制	银监会等	26	严管炒作农产品	发改委等
11	银行窗口指导	银监会等	27	暂时价格管制	发改委
12	地方融资平台监管	银监会等	28	加大环保治理力度	环保部等
13	地方债数量控制	发改委等	29	收紧供地“闸门”	国土部等
14	限制开发商捂盘托市	建设部等	30	暂停建设用地供地	国土部等
15	提高房贷首付比例	央行、银监会	31	重大案件查处	发改委等
16	房贷差异化安排	央行、银监会	32	治理产能过剩	发改委等

宏调宽泛化的得失

如何看待宽泛宏调模式的利弊得失？首先，应肯定这套宏调范式体现了我国体制转型期宏观经济管理重视国情的务实特点，突破教科书模式有助于从不同方向探索管理大国转型与追赶阶段宏调经验。最近10年我国经济持续高增长，政府高度重视宏观管理，宏调政策保证大体稳定宏观环境，都发挥了不可缺少的积极作用。对我国宏调实践的成功经验方面，无疑应充分肯定与深入研究。

从未来改进要求着眼，更应关注现有宏调模式的局限。这一宏调范式与市场经济体制发展完善确实还有不能很好兼容的因素。市场经济需要鼓励竞争，然而宽泛宏调范式意味着对投资等市场经济活动频繁采用审批、核准或“没有审批的审批”方式干预，差异性与歧视性准入管制层出不穷。厚厚一本产业政策目录，如兼作宏调依据相机抉择地裁量实施，难免会妨碍充分发挥竞争机制作用，抑制市场经济内在活力。

市场经济需尊重微观主体合法决策自主权，保障各类产权、合约与规则的有效性，培育市场行为主体“有恒产有恒心”的稳定预期，促使人们行为理性化并巩固市场经济基础。如果宏调过于宽泛并不时干预微观，特殊场合下出台超常政策有损产权原则，则会由于突破游戏规则和改变政策预期对市场经济长治久安带来不利影响。

市场经济要充分发挥价格调节作用，现有宏调模式则多少以“价格不管用的市场经济”的逻辑悖论为前提。汇改多年难摆脱“被动反应”格局，使汇率这个开放经济基本价格工具难以灵活发挥作用。利率市场化改革虽有不少进步，然而在存款利率数量管制关键环节尚未能“起脚射门”。汇率与利率调节受过多限制，负利率间歇发生，金融抑制有增无减，金融寻租与资产泡沫化难以根治，不利于宏观经济稳定。

宏调宽泛化既是深层改革滞后和市场体制不完善的结果，也是妨碍改革推进甚至客观促成旧体制某些因素复归的根源。道理很简单，如果政府可以在宏观调控名义下，不受限制地干预市场微观决策，情急之下甚至可以改变市场规则，那么市场经济与计划经济的区别也就难以界定。

回顾2004年采用超常手段整肃铁本作为宏调重头戏。当年客观形势确有特殊之处，这个超常举措作为权宜之计也可理解。不过采取这样的重手调控措施后，回头实施鼓励扶持民营经济政策，以求贯彻十

六大完善市场经济体制目标，其无形与有形困难增加不止一点点。改革初期邓小平处理“傻子瓜子”极为审慎，强调个案处理方式与稳定公众政策预期之间的微妙关系，确有独到而高超之处。

从政策运行绩效观察，宽泛化宏调模式也面临多重挑战。晚近时期我国劳动生产率和资本回报率快速增长，学界分析宏观经济的数据条件和技术能力显著提升，都为有效实施宏调政策提供有利条件。不过宏观经济运行仍存在不平衡、不稳定因素与困难，集中表现为较多年份经济增速偏快偏热，通货膨胀挥之不去，资产价格间歇性飙升。国际金融危机前后经济运行更呈现“过山车”式跌宕轨迹，这固然与外部环境影响有关，同时也显示已有宏调范式存在局限。

货币总量是市场经济条件下总需求管理的关键变量。20世纪80~90年代，财政透支与商业银行再贷款倒逼央行货币过度扩张，新时期这两大压力不复存在，为管好货币提供了较好条件。然而，面对可贸易部门生产率快速追赶的大好形势，我们在退出盯住汇率体制上过于保守迟缓。汇率动态低估加上其他原因，导致国际收支顺差一度过快增长，使实现“管好货币”目标面临新挑战。货币增幅过大为宏观经济运行引入不稳定因素，央行虽使出浑身解数多方应对，结果仍因被动成为“全球资产规模最大央行”遭遇质疑。

宽泛化宏调模式虽然选择度大，不过表面优势也与内在局限联系。多种调控工具并用，提振经济时难以辨识各自作用与累积效果，容易刺激过火，紧缩时则又因类似机制作用易使经济降速过大。例如应对国际金融危机时，在4万亿刺激政策号召下，十八般宏调武器齐上阵，确实很快扭转经济减速态势，对全球经济复苏产生积极影响，然而也同时很快派生新一轮通胀，需很快采用超常手段治理。近来领导人谈及宏调政策，常提“要防止多项政策叠加的负面影响”。政策效果叠加难辨与宏调工具过于宽泛，二者显然不无联系。

宏调认知需反思

2004年初夏，有机会跟周其仁先生去苏皖湘地区调研土地问题。时值21世纪开放宏观景气勃然而起，胡温时期第一轮紧缩调控大幕拉开，收紧土地供应是热点关注问题。调研前后月余，所见所闻，大开眼界；又有其仁一路解析，或纵论宏观，或细说掌故，更有胜读十年书之感。

20世纪80年代，高层读破香港经验，明白城市化过程中“有地便不缺钱”的道理，借鉴土地批租方式启动政府主导的土地市场化进程，成为推进我国城市化的重要驱动力。初期主要在沿海利用，进入21世纪后在更大范围发力，构成当时宏观景气的重要微观基础。

政府利用土地市场推进城市化也是双刃剑。且不论与维护农民占有方权属权益多有矛盾，就宏观经济而言，土地开发“凭空起转”的供地融资机制具有强大投资扩张效应，对有效管理总需求与维持宏观稳定构成新挑战。当时土地制度助推经济走热已明显表现出来，收紧建设用地供应成为宏调重要内容。

国务院2003年7月起便多次就整顿开发区与土地市场秩序发文，2004年4月出台“三个暂停”举措使土地调控达到高潮。“把好土地审批和信贷投放两个闸门”，是当时宏调的重要抓手。于是，“土地是政府可调控的一种重要资源，国土资源部门应该积极地参与宏观调控”，成为宏调政策的流行提法。学界有关“土地政策作为宏观调控手段的理论和实践探讨”研究结果层出不穷。

土地是否真能成为适当宏调工具？如果说政府针对早先土地规制疏漏加强管理，收紧土地供应对投资等宏观变量的影响与特定时点宏调政策指向正巧吻合，这时土地政策的确可能产生宏调效应。不过评

估土地是否能成为常规宏调方法，不仅要看一时效果，还需全面考察土地要素与宏观经济关系特点，留意土地数量变动特征与宏调工具要求是否一致。

在2004年由其仁先生主笔的土地调研报告中，对土地充当宏调手段的观点提出不同看法。除了学理依据与国际经验不支持“土地宏调工具论”之外，一种重要考量是行政部门对土地数量调节相对僵硬与滞后，难以像货币政策那样对宏观形势变动做出灵敏反应，或者像市场经济下财政政策那样有可能对宏观变动做出自发性逆周期反应。

当时那次暂停供地强势调控，在特殊环境下作为权宜之计或可理解，不过毕竟存在相当大的经济成本，远高于货币和财政政策的调节成本。并且这类调控手段难免会强化地方政府和微观主体对违例政策的预期，诱致相关方在下一轮周期中提前反应，从而放大宏观波动。

另外，“供地调控”建立在现行征地和审批体制大体不变的前提下。问题在于，改变供地融资负面宏观效应，改变征地政策负面分配效应，还需在根本上推进征地制度改革，寻求长期治本之道。因而，2004年土地变局虽有宏观效应，但就此把土地泛化为宏调手段能否成立仍有待商榷。

我国宏调政策还有一个标准表述，就是认为宏观调控“要综合利用经济手段、法律手段，辅之以必要的行政手段”。用“法律手段”进行宏调的观点也需探讨。在法制社会下，任何个人和组织行为都要合法守法，政府施政也不应例外。宏调干预无疑也应以合法守法为前提。即便是采用货币、财政、产业政策等经济手段，也必须在符合法律规范的前提下实施，然而这不等于说宏调手段应包含“法律手段”。

法律作为一种特定制度形式，具有“概括性、普遍性、严谨性”的特点，确立和修改特定法律，要经过立法机构立案、起草、讨论、

表决等较长程序，形成后相对稳定。宏观经济波动则具有短期和周期特点，常规宏调政策手段或需满足自发逆周期调节要求，或便于进行相机抉择与灵活应用功能，与法律规范的程序性与稳定性要求不尽一致。

例如，政府重要职能之一是对污染排放等具有负外部效应的行为实施必要干预与管制，这类规制往往借助制定相应法律法规的方式加以贯彻。一旦确立为相应法律法规条文，显然应超越宏观经济周期相对稳定地实施，不宜成为针对宏观经济短期变动频繁调节的对象。

土地属于部门对象，改变供地量虽或有宏观效应，不等于说土地就是常规宏调工具。法律是更为一般性的准则规范，实施宏调无疑应合乎法律，然而法律与宏调手段其实不一致。把特定部门对象抬升到宏调层面，或把更一般性的规范与宏调具体内涵混同，构成宏调过于宽泛的认知背景，不利于在市场经济条件下更好地界定宏调合理范围。

宏调部门知多少

我国有多少政府部门参与宏调？其实也没有严格精准的统计。有评论文章认为，我国中央政府部门中除了外交部之外，其他部门多少都会参与宏调，所言好像过于笼统。笔者梳理10年宏调演变过程，发现用不同方式参与宏调的部门应有10多个。

当然，在参与宏调频繁程度、重要性与权威性等方面，不同部门之间会有较大差异。发改委、财政部、央行无疑是我国三大常规宏调主力部门。央行与财政部参与宏调与国际经验一致，不过其宏调实施方式仍有与转型经济环境相联系的特点。

央行基本职能是管理货币发行与实施货币政策。货币影响总需求和一般物价水平，货币政策是调节宏观经济的基本手段之一，因而央行是主要宏观管理部门之一。中国人民银行1948年初夏在华北解放区成立，人民币1948年年底开始在华中与华北解放区流通，经过半个多世纪风雨历程，中国人民银行已历练成长为在全球具有相当影响力的大国央行。

10年宏调史显示，央行宏调作用趋于加强，央行政策在宏观周期变化的一些关键阶段表现出较好前瞻性。例如2003年经济走出通缩后很快积聚通胀风险，央行较早重视房地产金融过度扩张风险，出台121号文件加以调控。对4万亿刺激伴随信贷货币扩张过快问题，央行认知较早并于2009年6月在公开市场操作上反向微调。央行重视汇率与利率市场化改革，并在现实可能范围内积极推进。央行货币政策报告以及央行网站数据质量，央行在政策沟通与提升施政透明度等方面的努力，也得到较多认可赞许。

不过受转型期多方面条件制约，央行政策仍多有可改进之处。货币政策仍较为倚重存款准备金率（以下简称“存准率”）等数量手段，利率调节相对呆滞。尤其值得探讨的是，受汇率稳定目标约束，加上其他结构性原因，央行资产负债表被动扩张仍偏快，不利于央行运用货币手段更好地维护宏观稳定。完善大国开放宏观政策架构，如何更好地发挥央行功能仍有较大潜力可发掘。

财政部执掌的国家财政收入与支出，都是覆盖国民经济整体的标准宏观经济变量。财政收支作为总需求的基本组成部分，其变动对总需求发生“自主”作用，还会通过乘数效应对宏观经济产生广泛影响，财政部承担宏调职能也属国际惯例。

新中国60多年财政管理体制经历重要深刻演变。计划经济时期实行统收统支的财政体制，改革时期经历财政包干和分税制重大改革，逐步从高度集权的“生产建设型财政”向分税分级的“公共服务型财政”转型。晚近10年，财政调节不仅在支持经济建设与民生需求方面发挥了不可替代的作用，利用财政手段调节总需求的功能也得到重视与彰显。

计划经济时期，财政管控范围无远弗届，反倒不存在利用财政手段调节宏观经济的命题。20世纪90年代末，应对亚洲金融危机和国内通缩，政府增发1000亿元长期国债用于预算内基础设施建设专项投资，标志着我国第一次出台积极财政政策。2004年新一轮偏热通胀大势明朗后，财政政策调整为稳健从紧方针。2008年应对国际金融危机，我国再次实施积极财政政策。近年仍维持积极财政政策方针，不过在具体操作层面有所调节。

新时期财政平衡状态与宏观周期变动的定量联系也说明财政宏调功能实际发挥了作用。2000—2002年实施积极财政政策，赤字率维持在2.5%上下的较高水平。2003年后赤字率缩小并在2007年录得财政盈余。刺激经济前后，2008年和2009年赤字率分别为0.4%和2.3%。经济V

形回升后通胀压力再现，财政赤字率收窄到2010年和2011年的1.7%和1.1%。上述现象既显示税收和支出体制通过“嵌入性机制”自发产生逆周期调节，也体现相机抉择的财政政策作用。

由于财政体制转型仍未完成，利用财政工具调节宏观经济仍面临制约。财政政策应对宏观周期变动反应仍比较滞后，政策调节灵活性仍有待提升。体制根源在于我国税收来源仍较多依赖间接税，建设投资和民生支出在财政支出项占比仍有待进一步调整。未来以完善“公共服务型财政”体制为目标的深化改革，与加强我国财政政策宏调功能具有一致性。

随着中国及其他新兴经济体重要性提升带来全球经济格局改观，G20（二十国集团）财长和央行行长对话机制1999年正式启动。2008年国际金融危机爆发，G20峰会首脑对话机制问世。中国是G20最重要成员国之一，财政部和央行常规性参与G20对话，增加了开放宏观政策国际协调方面的职能。随着中国相对经济地位和影响力的提升，这方面职能有望趋于增强。

有中国特色的宏调部门

除央行和财政部外，中国晚近10年的宏调相当大部分是由特色宏调部门实施的。

国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）无疑是最重要、最具特色的宏调部门。其前身国家计划委员会（以下简称“计委”）在计划经济时期位高权重，坊间有“小国务院”的别称。改革时期计委职能架构不断调整，机构名称在1998年加上“发展”成为“国家发展计划委员会”，2003年去“计划”加“改革”，转型为发改委（国家发展和改革委员会）。发改委有特殊的传统和优势，不仅在跨部门经济政策制定和实施方面有较强的协调力与执行力，其属员“单兵素质”及内设机构研究能力也比较突出。

除了领衔主导制定国民经济长期发展规划、协调跨地区重大发展项目和规划等方面的重要职能外，发改委在晚近10年宏调中也发挥独特作用，包括追踪观察分析宏观经济走势并提出判断，协调其他部门采用各种手段进行逆周期调控，特殊情况下直接干预物价或牵头查处重大案件等。发改委行事较为稳健低调，但关键时出手凌厉，重要政策可能利害鲜明，因而其政策动向尤其被市场关注和解读。

从10年宏调具体情况看，发改委直接出台宏调的政策较多具有产业瞄准指向。针对新时期宏观经济走热经常伴随投资高增长，发改委从产能过剩、加强环保、提升技术标准等不同角度切入，较多地把限制投资等产业政策工具作为宏调手段。在实施保增长等积极宏调政策时，发改委又可用加快审批核准投资项目等手段发力。发改委在收入分配、金融发展、促进新兴产业以及各类补贴政策设计方面有特殊影响力，其政策操作会给观察人士留下左右逢源与呼风唤雨的神秘感。

不过凡事利弊互现。发改委较多用产业政策进行宏调虽有较大的裁量决策自由度，然而界定合理干预范围却面临困难，干预微观举措难免引争议。投资干预往往以特定行业产能过剩作为分析前提，然而不少这类预测与市场实际走势反差较大。用行政限价手段控通胀，更易引发公众议论。国家工业和信息化部（以下简称“工信部”）成立后，转移发改委部分产业政策职能，2012年湛江钢铁厂项目审批案例引发热议，提示发改委今后用产业政策进行宏调的施政空间可能会收窄。

一段时期内发改委宏调的另一常见手法，是协调或主导环保、技术标准等有关机构，针对经济高增长带来排放而使环保压力增大的新情况，加强相关监管措施，并作为限制特定部门投资的考量依据之一。据笔者对公开发布资料的不完整搜集，2003—2008年这类“宏观调控产业政策文件”有好几十个，共几百页篇幅。这类政策具体内容应有合理性，不过大体应属适应经济发展阶段变化而进行的结构性调整，与短期宏调政策运用应做适当区隔。

由于中国重工业狂飙猛进的发展阶段可能正在过去，具有合理性含义的环保、技术监管、产业政策的制定与规范，在发改委及相关部门努力下已取得阶段性实质性进步。然而，10年宏调积累经验，提示“产业政策宏调化”会带来一些问题甚至弊端。这些因素可能会构成促使发改委未来改进宏调方式的重要背景条件。虽然2013年“两会”前夕有学者提出解散发改委的尖锐建议，但从预测角度看，发改委在未来相当长时期可能仍会在宏观经济管理方面发挥特殊功能。不过，这个具有超凡历史传统与管控能力的强势机构，在参与和主导比较狭义的宏调政策的广度、深度和力度方面是否已走过它的巅峰时期，是观察未来中国宏调政策走势的一个看点。

10多年前合并外贸与内贸等管理职能组建商务部，是适应开放型市场经济发展的需要，在政府机构设置方面推进大部制改革的一个重

要举措，在维护改进国内外商品和劳务市场合理竞争秩序，以及指导和促进国际经济合作等方面都具有重要职能。商务部系统内部的一种意见认为，由于商务管理具有跨部门属性，商务部是宏调管理部门之一。2010年“两会”后人大常委会秘书处举办宏观形势记者招待会，商务部负责人与发改委、财政部和央行等部委领导同时出席，回答媒体有关宏观形势与宏调政策的问题，可见商务部宏调部门的地位在一定程度上被认可。

10多年来，商务部对国内流通环节的管理干预，有时直接针对通胀背景下的物价上涨问题，被看作具有宏调含义。如2007年猪肉价格飙升折射出通胀压力，商务部是否应释放猪肉库存平抑肉价引发关注，后来商务部出台加强猪肉储备措施。中国通胀往往表现为农产品价格较快上涨，商务部有时会协调有关部门出台农产品流通政策，以求降低物流成本和调控物价。不过，经验显示，商务部在常规参与宏调方面的政策工具较少，实施积极与紧缩宏观政策时参与手段和力度不平衡。与发改委、央行、财政部相比，商务部发挥宏调职能较为有限。

宏调九龙治水

新时期开放宏观经济的实践经验显示，在可贸易部门生产率快速追赶的背景下，货币扩张偏多不再像早年那样表现为家用电器等制成品价格上涨，而是更多地表现为资产价格特别是供给弹性较小的房地产价格间歇性飙升，房地产调控一波三折在宏调政策中的相对重要性呈现不断上升的趋势。

作为商品房市场的主管部门之一，国家住房和城乡建设部（以下简称“住建部”）责无旁贷地介入房地产政策博弈的“连续剧”中。无论是执行以限制房价飙升为目标的监管调控措施，还是实施早先经济适用房和后来保障房建设的积极干预措施，住建部参与房地产调控客观成为宏调政策的重要内容。2008年新设立的工信部，接管原信息产业部和国务院信息化工作办公室职责，并承接发改委、国防科学技术工业委员工（以下简称“国防科工委”）等机构有关职责，成为对工业与信息产业进行管理的政府部门。按照“产业政策是国家实施宏观调控的重要手段”的理解，工信部设计和实施产业政策自然也有宏调功能。

甚至证监会调控股市的措施也往往与宏观形势具有联系：印花税税率多次调整，IPO（首次公开募股）暂停与重启的时机选择，虽然主要针对股市结构问题或短期突出矛盾设计实施，但也不同程度地折射出特定时期的宏观背景与宏调意图。2008年在合并人事部与劳动和社会保障部基础上组建的人力资源和社会保障部（以下简称“人社部”），其基本职责之一是促进就业，刺激经济时出台一系列促就业政策也明显具有宏调属性。

中国宏调部门有十来个，可称“宏调九龙治水”现象。这些部门参与宏调的方式和程度大相径庭。有些部门如财政部、央行等注定要承担宏调职能；有些则源自对宏调的特殊理解，如“土地宏调论”“环保宏调论”“农业宏调论”等；还有些部门因为频繁出台逆周期产业政策和信贷调控，显示宏调部门属性。

宏调九龙治水与部门偏好宏调的现象有多重根源。在某些场合，自称宏调部门不过是对“宏观”概念特殊界定和理解方式的产物。

如果把每个部门的管辖范围区分为部分和整体，把涉及特定部门内部“全口径”的整体问题都看作宏观对象，便会派生各类“部门宏观”说法。又如按照“产业政策就是宏观政策”的逻辑，特定产业主管部门也就有了宏调地位。

宏调争先锋现象似乎与官员通常倾向“做大”“求大”心态有关。“宏观”据说源自希腊文“大”的词根，基本含义是要“大”到覆盖国民经济整体，涉及国民经济总量关系。政府官员精英通常都有治国平天下的抱负，凡事做大求大是比较常见的偏好。本职工作如能冠以宏观调控之名，或许有助于体现自身工作的重要性。

积极配合“中心工作”的意识可能也有潜在助推作用。受历史传统影响，中国公共事务管理与执行政策比较重视方方面面服从配合中心工作。宏调政策应对短期形势变动，面临未能逆料的变化可能出手急迫，政策表述有时比较上纲上线，“中心工作”意识推动各部门自觉主动参与。比如，在2004年的特殊形势下，宏调重要性和严肃性被少见地高调提升到“政令畅通”高度，部门自然更会争先恐后地参与。

最后跟部门利益取向可能也存在微妙联系。宏调政策具有相机抉择特质，具体政策选择针对特定变动形势具有较多灵活性和自由度。市场经济条件下，资源配置基本由市场机制决定，政府权力不应随意

干预市场运行，这个理念随着20多年前确立社会主义市场经济基本命题已逐渐深入人心。不过，行政权力并非总是乐意受市场规则“笼子”的约束局限。如果宏调部门身份便于在宏调名义下任意出台干预措施，又不必因通胀等宏观失衡问题被问责，就等于给自己打造了一款大小尺寸可收放自如的笼子，又何乐而不为?

这就点到合理界定宏调范围的要紧处。

如果很多政府部门都能以宏调名义“相机抉择”、各取所需地干预微观经济运行和企业决策，市场经济与计划体制本质差别便会趋于模糊，由此产生体制转型不进则退的效应，会对市场主体的长期稳定预期产生不利影响。着眼一时一事，部门争先恐后参与宏调或许能收速成之效，甚至可能被人解读为中国模式优势所在；但是，从完善社会主义市场经济体制长治久安的目标看，宏调九龙治水格局既不合意，也难持续。

发改委难减权

2013年“两会”上，代表们纷纷评议发改委的职能转变问题。会外学界媒体也有一些相关讨论，形成“两会热议发改委”现象。

一个特殊背景是，2013年政府换届进行机构改革，发改委并未“削权”瘦身，反而并入其他机构的部分职能权限。如原来计生委部分职责划归发改委，能源局合并电监会隶属发改委。有观点认为发改委“管得过多”，改革后发改委可能要“管得更多”，于是引发讨论。

更基本的原因则是体制内外对发改委的转变职能进展不够满意。一般认为发改委还是“管得过多、过细”，“掌握了太多审批权”。有政协委员指出，近年发改委减少了一些审批项目，“可放权的都是边边角角、细枝末节，最重要的审批权却越抓越紧”。还有委员指出，发改委系统垄断权力，致使其他部门不能独立决策和管理。

10多年前中央就明确要求新组建的发改委“切实转变管理职能”，“积极推进投融资体制改革，大力减少行政审批和微观管理事务”（2003年王忠禹有关机构改革的说明）。几年前政府换届时中央再次宣布，“进一步减少国家发展和改革委员会的微观管理事务和具体审批事项”（2008年华建敏有关机构改革的说明）。

2013年再次要求“减少投资项目审批，最大限度地缩小审批、核准、备案范围，切实落实企业和个人投资自主权”，可见，发改委职能定位问题过去10多年不断提出，然而改进有限。有记者观察到，“此次‘两会’上，倡导改革者的批评也不再遮遮掩掩，将矛头直指国家发改委只审批、不改革的弊端”。

但也不是一边倒的批评。也有研究人员撰文主张，中国需要一个具有“经济内阁”地位的发改委，“其承担的必要职能之多、之广、之重，是其他任何专业财经部委所不能替代的，只有它才有可能更为超脱地执行统筹兼顾的战略管理职能”。

不过，在公开发表的观点中这类力挺意见很少。总体看，2013年“两会”前后要求改革发改委的呼声确实较高，成为一道特殊的舆情风景。

发改委转变职能为何多年难以奏效，并不断面临过多干预微观、过度限制投资等方面的质疑？原因之一在于其产业政策定位以及“产业政策宏调化”等方面的体制安排问题。

有关讨论往往忽略了一个简单事实：发改委本来就被赋予大范围产业管制权限。这方面职能被一个包含几十个行业、数千种产品和技术工艺的产业政策目录所描述。

在这份名为《产业结构调整指导目录》（以下简称《目录》）中，被管制行业产品对象分为“鼓励类、限制类、禁止类”三大类。发改委依据这份四五万字的庞大目录，对内容广泛的社会投资分门别类地实施规制。

对“限制类”行业产品投资项目实施核准，是引发质疑投资审批和限制过多的背景之一。在2011年版《目录》中，“限制类”包括17个行业、258个条目、几百种产品和项目对象，有关社会投资都要申请核准。核准过程透明度低、困难多，引发业内人士“核准就是审批，甚至比审批还审批”的抱怨。一个项目核准可能要很长时间。如2012年引发媒体关注的湛江钢铁项目，重大投资项目核准可能长达数年。当然，在认为必要的场合，核准时间也可能大大缩短。产业政策与宏调举措结合使用，构成投资管制政策的特点之一。如2012年5月宏调方

针转向“把稳增长放在更加重要的位置”，湛江等三个钢铁项目在5月24日同时获准。

“产业政策宏调化”也带来需探讨的问题：宏调针对宏观经济周期或短期变动，出台政策需“相机抉择”；产业政策作为宏调手段运用，难免使其实施过程增加模糊空间和不确定性，政策执行不够透明问题更难改变。

笔者无意评价发改委产业政策本身的合理性，虽然这也应理性地探讨和厘清。

这里的问题不在于具体管制是否必要合理，而在于承担如此大范围管制职能的部门如何才能避免“过多干预微观”？在于用不够透明的方式实施管制怎样才能真正做到“简化程序、限时办结”？在于把投资管制用作短期宏调工具如何能减少政策执行的不确定性？

李克强总理在2013年“两会”记者招待会上说：“机构改革不易，转变职能更难，因为它更深刻。”作为体制转型环境下的标杆性部门，发改委能否真正转变职能，应是检验新一轮改革成效的关键指标之一。

“两会”热议发改委虽已点题，然而要真正破题求解，可能还需反思我国现阶段相关体制安排可能存在的局限及其背后根源，并可能会伴随既触及利益也触及灵魂的改革阵痛。

审批为何难根治

2013年4月底和5月初国务院两次召开常务会议，决定取消和下放133项审批项目；5月15日国务院又发19号文，公布取消和下放91项审批项目清单。新政府把治理审批作为转变职能和推进改革的突破点，引发广泛关注与好评。

回顾历史，国务院早在2001年9月就组建行政审批制度改革工作领导小组，同年10月，发布《批转关于行政审批制度改革工作实施意见的通知》，展开审批制度改革至今已10余年。因为受体制转型大背景的制约，中国审批制度演变与改革有其独特的轨迹与逻辑。

计划体制下行政审批无处不在，不过人们较多用指令性计划而不是审批概念来描述其体制特点。随着改革逐步引入并确立市场机制，政府的部分微观干预逐步转化为产业政策，1989年与1994年分别颁布了产业政策目录和纲要。产业政策引入的审批管制与计划时期遗留的审批事项，共同构成了21世纪初审批改革的历史起点。

朱镕基总理主政后期，在2002年10月和2003年2月两次共取消和调整1277项行政审批项目。温家宝总理任期内四次共取消和调整行政审批1181项。改革初，国务院65个有行政审批职能的部门和单位共清理出行政审批项目4147项，上两届政府六次取消调整审批数量占原有审批总量近六成。

改革取得重大进展，不过审批管制现状与“减少六成”的定量判断有较大反差。

现实生活中，企业与个人经济活动仍受到形形色色的审批管制束缚，一个项目审批走几十个部门、盖上百个公章、费好几个月时间的

情况仍非罕见，审批不透明骄纵贪腐案件时有发生。李克强总理2013年5月13日指出：“国务院各部门还有大量行政审批事项。有些审批事项看起来让人费解。”

10多年改革为何收效不如预期？观察2004年宏调后一些领域的管制政策变化情况，或许能提供部分解释。

首先是一些较重要的审批项目得以保留。在《行政许可法》实施前夕，2004年6月29日国务院发布第412号文件，对各部委500项行政审批项目设定行政许可。同年8月4日国务院办公厅发62号文，保留211项非行政许可审批项目目录。一般认为，部委要求保留的审批项目，其管制含金量通常高于被取消项目，产生“去轻留重”效应。

更重要的是，新出台的投资核准目录引入大量行政审批。2004年7月26日国务院发布《关于投资体制改革的决定》。文件基本方针是要“转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位”，“落实企业投资自主权”。同时，在投资宏观调控的概念下，对13个部门、50多个大类投资对象设置政府核准目录。

依据当时的媒体解读，投资体制改革的最大亮点，是今后政府对非国家出资项目不再实行审批管制。当时《行政许可法》已实施，文件似乎把“核准”看成与行政许可或行政审批平行的概念。不过，2002年8月国务院法制办向人大常委会所做的《行政许可法》草案说明，把核准作为行政许可或审批的几种形式之一。后来企业常有“核准其实就是审批”之类的感受，说明国务院法制办对审批与核准关系的界定不无道理。最新取消的91项审批事项，包含20多项2004年版投资核准的目录内容，与“核准即审批”的理解也是一致的。

对比被取消的行政审批与新引入的核准审批，两者对象的宽窄差别很大。2004年版的核准目录包括“年产100万吨及以上的新油田开发”“新建10万吨级以上造船设施”这样的大类项目，甚至涵盖所有

“新增生产能力的炼铁、炼钢、轧钢项目”“新增生产能力的电解铝项目”等。被取消的审批则较多涉及“棉纺细纱机准购证核发”“学校校舍、教室命名审批”这类较小项目。新核准项目的“平均管制当量”与被取消的审批项目难以同日而语。

2005年投资主管部门进一步扩展核准范围，并整合早先的产业政策目录，推出包括“鼓励、限制、禁止”三种类别、范围更为广泛、篇幅2万多字的产业政策目录。后经调整扩张，升级为篇幅5万多字的2011年版目录。该目录仍在动态扩大调整，构成对企业投资和经营活动宽口径广覆盖的“管制大全”。

审批为何难根治？去轻留重、边减边增、“新瓶旧酒”等效应或有部分直接解释作用。考虑2004年宏调助推政府有关部门限制投资，上述情况与转型期特有宏调理念与宏调模式也有隐秘联系。根治审批无疑需继续清除、下放现有的不必要审批，同时还要在总结历史经验的基础上反思深层根源并对症改革。否则，宏观形势一变，宏调取向一变，审批仍可能再次回潮。

发改委为何难收手

2014年9月22日前后，发改委两名司局级官员“被检方带走调查”。随着中国反腐风暴的持续，发改委也接二连三曝光贪腐案，该系统司局级以上官员东窗事发见诸报端案件已有10多起。中国经济领域这个位高权重的部门成为反腐重灾区之一，引发媒体有关“谁来拯救发改委”的评论，连带还有发改委该收手时就收手之类的呼吁和建言。

上述权力寻租与贪污受贿案件，首先当然是少数官员个人违法行为所致，然而其根源也深植于中国转型期体制矛盾之中。只有针对其体制根源切实改革，真正把权力关进制度规范的笼子里，才能使行政部门该收手时都收手。

另外还要说明，发改委部门受命主持事宜并非都该收手。比如发改委部门职能包括分管发展与改革工作，目前中国改革任务紧迫繁复，显然不能收手而应力推。中国作为大国，在区域协调等领域仍需特定部门承担规划统筹功能等。行政部门确需收手之处，是动用公权力对市场经济运行实施过于频繁的准入、数量与价格干预，是近来成批量取消的形形色色的行政审批与管制，是十八届三中全会改革决定誓言要大幅减少的政府对资源的直接配置。

上述观察隐含一个问题。中国20多年前已确立市场经济体制目标，10余年前已初步建成市场经济体制架构，当时最高层还提出完善市场经济体制的改革目标。限制公权力是市场体制内在要求，行政力量过度干预本来早该逐步减少与收手。然而反观多年实际情况，虽然市场经济架构早已初步建立，尊重产权与平等竞争早已成共识，为什

么一些行政部门干预之手反倒越伸越长，以至于十八大以后简政放权与约束公权力成为深化改革的重头戏之一。

这个看似悖论性现象自有其复杂原因，根源之一是中国宏观调控过于宽泛化。从学理和经验看，市场经济下需要实施宏观经济政策以求宏观运行稳定，然而如果在宏调主体确认、工具选择、对象界定等方面缺乏大体清晰的规则界限，如果行政部门在宏调名义下可以相当随意地干预经济运行，则不仅会不同程度带来宏调微观化问题，而且会对市场预期稳定带来不利影响，当然也难以做到让政府部门与官员在过度干预方面真正收手。

中国10年宏调史为上述逻辑提供了经验案例。21世纪初，中国经济展开新一轮开放景气增长并取得巨大成就，然而在汇率、利率、土地制度改革滞后与价格扭曲环境下，中国可贸易部门生产率追赶提速伴随顺差急剧增加，推动货币信用过度扩张并与经济基本面强劲增长动力相互激荡，派生以房地产价格飙升为突出表现的新通胀模式。虽然认识判断21世纪初通胀形势颇费周折，但中国央行在政府部门中较早意识到货币信用和资产价格涨幅过高，2003年6月初发布121号文件，试图采用货币信用政策手段调节房地产业增速过快风险。

然而该文件引发业内人士少见的公开质疑与部门政治的微妙博弈。同年8月国务院出台18号文件，全面部署房地产政策，其中把房地产看作国民经济支柱产业的表述被解读为对121号文件的反制，折射体制内对当时宏观形势的不同看法。2003年秋冬季，决策层接受经济偏热的判断转向实施紧缩性政策，对钢铁、水泥、电解铝等部门的投资管制在宏调组合政策中占据突出地位。2004年4月底严厉查处江苏一家民营钢铁企业，掀起一场宏调风暴。产业政策手段在宏调政策中的重要性进一步提升，并在此后多年呈现某种路径依赖效应。

产业政策宏调化与宏调部门多样化以及工具宽泛化现象相联系。除发改委继续领衔宏调、央行和财政部继续保持重要宏调部门地位

外，宏调风暴前后银监会、证监会、国土资源部、环保部、工信部、农业部等诸多部门都用不同方式发挥宏调职能。除大案查处、暂时冻结建设用地供地等特殊宏调举措，21世纪初宏调宽泛化的重要表现之一，是政府投资主管部门重建大规模产业政策目录，经常以宏调名义对很多部门投资实施各类管制。在宏观经济过度扩张失衡的环境下，对大量限制类投资部门实施核准管制是一段时期频繁运用的常态化宏调方式。

宏调工具宽泛化当时就引发学界探讨争议，法学专家从当时出台的《行政许可法》的角度对政府部门限制企业投资准入是否合法提出质疑。这个问题的争论焦点之一在于投资核准是否就是审批。赞同投资管制的观点认为，有关部门产业政策目录大量采用核准而不是审批方式管制投资，由于核准不同于审批，因而与《行政许可法》并不矛盾。然而十八大以后国务院多次取消行政审批，其中包括不少当时被有关部门在核准名义下实施的管制内容。这个细节从一个角度显示在中国转型时期切实贯彻依法治国方针会面临特殊困难。

具有宏调手段性质的政策工具，大体可分为三类。一是“总量参数型工具”，如存贷款利率、法定准备金率、公开市场操作、财政赤字规模等。二是“产业与数量型工具”，如针对特定行业的投资管制、信贷与股市IPO“有保有压”、建设用地指标总量与地区分解、针对农产品和房地产价格上涨进行直接调控等。三是“行政干预型工具”，如2008年年初的价格管制、2004年暂停城市建设用地供应与查处铁本案件推动宏调等。上述第一类宏调工具与市场经济原则兼容度较高，后两类超常与特色工具更多与我国转型期体制环境特征相联系。

应当肯定上述宏调范式体现了中国宏观经济管理手段选择比较灵活务实的优点，实施结果对维持大体稳定的宏观经济环境也发挥了积极作用。然而过于宽泛的宏调模式容易僭越市场经济条件下短期宏观

政策的合理边界，难免过多干预微观经济运行，客观上使行政部门在频繁干预方面难以真正收手。

例如，市场经济以鼓励企业平等竞争为原则，然而宽泛化宏调范式意味着对投资等市场经济活动频繁采用审批、核准、“没有审批的审批”方式加以干预，差异性与歧视性准入管制层出不穷，为行政部门越界伸手开方便之门。篇幅长达几万字的经济结构调整目录，把本质上属于产业政策的干预措施视为宏调工具，借助宏调政策通常具有的相机抉择原则，比较频繁而随意地干预企业与市场运行，难免会妨碍充分发挥竞争机制作用并抑制市场经济的内在活力。另外，最近的反贪案件显示，特定部门拥有过高过重的投资管制权与其他项目审批权，还容易产生官员以权谋私与贪污受贿问题。

市场经济需尊重微观主体合法决策自主权，保障各类产权、合约与规则的有效性，培育市场行为主体“有恒产有恒心”的稳定预期，促使人们行为合理性化并巩固市场经济基础。如果宏调工具过于宽泛，在某些特定场合下出台大尺度强制性干预措施，有时在客观上会伤及合法产权与市场合约有效性原则，对市场经济规则与政策预期稳定性带来不利影响，不利于市场经济真正上轨道。

价格调节是市场经济配置资源的基本手段，过于宽泛的宏调模式则一定程度以“价格不管用的市场经济”这个悖论性命题为前提。汇改多年难以摆脱“被动反应”格局，使汇率这个开放经济基本价格工具难以充分发挥其应有的调节作用。利率市场化改革虽有不少进步，然而在利率管制关键环节上迟迟未能果断推进。政府垄断建设用地供给和地价扭曲体制，有关改革更是尚未真正破题。宏观价格工具利用受过多限制，实际负利率间歇性发生，金融抑制程度有增无减，宏观经济稳定目标难以实现。

上述矛盾一定程度上解释了本文开头提到的现象。20世纪90年代中期以来，中国执政党的基本理念目标以及社会主流共识早就肯定与

接受市场经济基本规则，逻辑上要求行政部门运作与施政在干预经济运行方面转变职能与收手自律。然而由于诸多政府部门坐拥宏观调控部门身份，都可以在宏调名义下比较随意地推出形形色色的干预管制市场措施，导致行政干预之手越伸越长与管制寻租现象有增无减。两方面看似矛盾的现象，在过于宽泛化的宏调体制环境下令人诧异地兼容并存。

就宏观失衡调整而言，用宽泛化宏调手段应对失衡虽有一些短期正面作用，然而无法取得根治效果，客观上还对宏观失衡赖以形成的深层体制条件反转提供支撑。经验表明，宏调宽泛化既是深层改革滞后和市场体制不完善的结果，也是某些方面妨碍改革深化甚至客观上促成旧体制某些因素复归的现实根源。宏观政策相机抉择属于短期问题，然而宏调机制与架构在经济运行层面真实界定政府权力与市场范围，则属于长期体制问题。反思宽泛化宏调利弊得失，推进宏调科学化改革，是中国目前全面深化改革的题中应有之义。

第三章 偶然事件影响历史

偶然事件影响历史

回望过去10年，无论是宏观经济运行，还是宏调政策实施，都经历了很多大事。如能采取时间顺序回顾梳理其间标杆性重大事件，或可增加对这段历史实践的立体认知。

挑选历史重大事件，好比给特定历史过程分期，研究者仁智互见，难有共识。好比要确定新时期宏调10件大事，见解难免杂然纷呈。有些事件入选概率或许较高：如2008年年底的一揽子刺激政策，2009年总需求V形回升，2004年查处铁本，2007年股指上冲6000多点，等等。再往下列举，意见可能越来越发散。

回头看，2003年一个事件与两个文件都是宏观领域大事。“一个事件”指“非典”疫情，在中国经济刚刚走出通缩之际突然来袭，对宏观形势判断产生显著影响。“两个文件”指央行和国务院先后出台的121号与18号文件，两个不同层级的房地产政策文件，与业内人士对房地产信贷规范政策的质疑相交织，对后来房地产与宏调政策选择产生了重要而微妙的影响。

2003年年初，“非典”首先在中国广东省流行，不久广西、山西、北京等地陆续发生“非典”疫情。几个月内，全国24个省份均有“非典”临床诊断病例报告，累计报告几千个诊断病例并导致300多人不治身亡。政府后来调整方针加强领导，社会各界英勇奋战，终于在当年6月制服“非典”。

“非典”是突发灾变，然而抗击“非典”的历程对政府行政透明化和医疗改革等制度演进都产生了显著的推动作用。由此提示体制演变动力学的一个特点：重大改革需以现实矛盾发酵积聚为背景，更需要决策层改革意向以及学界与舆论呼吁，有时还需要重大突发事件助推。“一场危机，成为变革的机遇”，在这个意义上，偶然事件改变历史。

“非典”疫情也改变了时人对2003年宏观经济增速的预期。2002年，中国宏观经济开始走出持续多年的景气低迷和通货紧缩状态，当时无人能想象2003年将是新一轮开放景气强劲增长的起始之年，“非典”事件的利空效应及其对宏调政策短期选择的影响使得形势更为微妙。

把观察期前推一年，学界对2002年增长预测就有较大分歧。起初学界普遍看淡2002年经济复苏。2002年年初北大教授宋国青发表意见，提出2002年经济增长率会“坐八望九”。此论一出，如石破天惊，引发激烈争论。2002年4月下旬一篇文章这样评论：“‘坐八望九’，要是预测对了，可以日进斗金；要是说错了，丢人又赔钱。”宋国青教授无法逃脱一次危险的可证伪检验。所幸2003年年初统计部门报告2002年增长率为8%，后续调整向上修正为9.1%，近乎精准地呼应了“坐八望九”预测。于是，在1997年最先报告宏观经济进入通缩后，宋国青又成为最早预报中国宏观经济走出通缩的经济学家。

然而，2003年年初，学界对当年的经济增速仍较为审慎与保留，普遍预测经济增速8%或更低。即便在统计部门最初公布一季度增长率9.9%之后（后来调整为10.8%），8%的预测观点仍相当坚持。“非典”肆虐使2003年的经济增长预测观点更不乐观。

2003年4月中旬，有学者分析“非典”的经济影响。为此在北京实施一项实地抽样调查，并利用消费乘数模型分析框架进行估测，提出“由于SARS（非典）的影响，今年中国经济的增长率将在6%~7%，比预

期低1至2个百分点”。为反映“非典”对服务业的影响，国家统计局于2003年7月上旬进行了一次快速调查。结合调查结果，第二季度GDP、第三产业、其他服务业增长率分别被确定为6.7%、0.8%和-6.8%。到2004年7月，这几个同比增速指标分别上调修订为7.9%、4.5%和5.7%。

一些国际机构进一步调低预测值。如摩根士丹利首席经济学家2003年5月预测，“就目前的疫情局面来看，中国今年的GDP将从7%减少到6.5%”。实际上GDP的最初数为9.1%，后续修正值为10%。当时经济学家厉以宁认为“非典”疫情给经济造成影响是无法否认的事实，但是GDP增长率是否会显著减少，取决于疫情的发展和控制，取决于各方面下半年的努力，因而情况很难预料。

统计部门起初公布2003年经济增速为9.1%，后上调修正为10%。可见，受对象性质制约，对“非典”这类灾难冲击的经济影响，在事件发生之际要准确定量估计会面临困难。过去10多年遭遇的其他灾变，如1998年的洪灾、2008年的汶川地震等，也给短期经济预测提出类似难题。至少这几个案例经验提示，灾变发生时，预测观点似乎容易高估其宏观影响，而不是相反。

“98通缩”是特例

20世纪末中国经济遭遇罕见通货紧缩。1998—1999年经济增长率连续两年低于8%，消费物价和GDP平减指数皆录得负值。2000年一度有回升势头，然而受美国互联网泡沫破灭影响，次年宏观景气度再次下降。通缩与国企改制交互作用伴随失业压力加大，内需疲软环境下经济增长对外需敏感度提升。

世纪之交的宏观经济通缩课，对后来宏观分析思维产生了重要而微妙的影响。通缩可能自我强化，还会导致严重失业，因而基本教训是应尽最大努力防通缩。通缩时经济增长仰仗外需变动，为宏观分析的“外需中心论”提供微妙心理支持。当时采用的治理产能过剩举措，后来得到延续使用与发展。

从宏观分析“过犹不及”原则看，通缩无疑是不合意的宏观现象，一般分析通缩危害并无不妥。问题在于，通缩与通胀是宏观经济运行的矛盾统一体，判断识别二者风险具有此消彼长的“置换”关系。宏观思维如过于夸大通缩危害或过分强调其发生风险，实际可能会低估通胀发生可能及其负面影响。

显示这个倾向的颇具戏剧性事例，是2005年年底和2006年年初新一轮通胀全面展开前夕，学界仍对通缩忧心忡忡。2005年物价指数有所回落，学界主流观点担忧通缩会再次降临，甚至认为经济已进入通缩。事后看，当时国民经济正在步入新时期增长过热、通货膨胀和资产价格飙升较为严重的阶段，印证了朱镕基卸任总理时留下的最担心通胀的预言。

回顾历史，可见“98通缩”由四重特殊组合因素造成。反思“98通缩”发生根源，有助于理性认识现阶段我国通缩发生的现实风险，

更好把握新时期宏观经济运行“易热不易冷”与宏调政策“治冷难治热”不对称现象的产生条件。

早先治理通胀措施的惯性作用是“98通缩”直接导因。邓小平南方谈话推动改革开放进入新阶段，经济重新驶入高增长快车道。然而，当时投资规模扩张过猛，货币信贷过度扩张，导致宏观经济领域的严重通胀问题。1993年6月，中共中央、国务院出台16条措施全面治理通胀，1996年GDP增长率趋缓至10%，消费和零售物价也回落到一位数以内。令人遗憾的是，紧缩期经济下行压力以其惯性继续发力，宏观经济逐步滑落入通缩状态。

国企改革突破等一次性结构变革是“98通缩”深层根源。20世纪90年代中期治理通胀实践，充分显露原有国企和银行体制不可持续。当时决策层并未回避矛盾，而是把宏观调控与体制改革突破结合起来积极应对。为此设立资产管理公司剥离四大国有银行坏账，重建财务独立与治理规范的商业银行体制架构；同时以极大勇气推进“国有经济战略性改组”，通过“抓大放小”全面推进国企改制。

当时我国企业利润率处于历史最低点，商业银行转制后企业利润率低下与资本金不足，显著制约信贷融资合理增长，一定程度引入“债务—通货紧缩”压力。国企改革突破对完善我国市场经济体制具有深远而积极的影响。不过短期内大量员工“下岗分流”或失业，对总需求产生抑制作用并在客观上增加通缩压力。

两次国外危机成为“98通缩”特殊外部条件。1997年年底爆发亚洲金融危机，我国对周边国家和经济体出口增速下降。人民币不贬值政策虽对稳定内外形势发挥积极作用，但客观上也加剧出口困难，1998年和1999年出口增速分别降到0.5%和6.1%。随着东亚危机形势稳定，2000年我国出口增长率回升到27.8%。然而美国互联网泡沫破灭后陷入经济衰退，受此拖累，2001年我国出口增速再次下降到6.8%的低位。

宏调措施不利于内需增长因素则是1998年紧缩政策原因。20世纪90年代后期，宏调从紧缩向促进内需转变，总体方针正确有效。不过一些措施不利于防范和治理通缩。例如下调利率偏于保守，到1998年底1年期存贷款管制利率仍在4.77%和6.93%的较高水平，用CPI（居民消费价格指数）计算全年分月贷款实际利率简单均值高达9%，大幅高于当时工业资本回报率。宋国青教授早就指出这一点。针对部分行业产能过剩困难限制投资，客观上不利于市场机制对通缩发挥自发调节作用。

市场经济下不能排除发生通缩的可能性，宏观政策应把防通缩作为目标之一。然而也需看到，“98通缩”是由一系列特殊条件派生的经济史事件，某种程度上是体制转型过程中的一次性事件，不宜把一般通缩与“98通缩”等价齐观。宏观政策讨论和设计对潜在通缩迹象过于敏感，对宏观经济“易热不易冷”和宏调政策“治冷难治热”也有客观助推作用。

2004年宏调风暴

虽然央行121号文件紧缩房地产信贷引发了争议，但随着2003年宏观经济偏热的走势进一步呈现，胡温时期首轮宏调大幕仍不可避免地徐徐拉开。

首轮宏调风暴大体可分两段：2003年下半年宏调相对温和；2004年开春后宏调加温升级，4月底达至高潮。

2003年上半年信贷与货币扩张较猛。2003年6月M2（广义货币，反应货币供应量的指标）为20.5万亿元，比上年6月的17万亿元增长了20.6%。同期信贷余额从12.1万亿元上升为14.9万亿元，增幅为23.1%。投资环比增速在3~5月分别高达4.1%、6.4%和11.3%，同比增速5~6月上冲到44%和48%的峰值。

央行再次发出货币政策阻击弹，2003年8月23日宣布，自9月21日起提高存准率1个百分点。有121号文件的前车之鉴，这次文告出言审慎，并给市场预留了近一个月的缓冲期。2003年9月，银监会对国有银行展开全面检查，控制信贷增长过快。2003年11月，国务院常务会议听取发改委关于经济工作的汇报，提出加强信贷管理等10项要求。

整顿土地利用问题的举措更为密集。2003年2月，国土资源部发布《关于清理各类园区用地加强土地供应调控的紧急通知》第45号文，国务院办公厅7月30日颁发《关于清理整顿各类开发区加强建设用地管理的通知》第70号文，12月18日国土资源部又发布《关于进一步完善和严格执行建设用地备案制度的通知》第400号文件，意图都是要加强用地管理。

随着基础设施扩张与制造业换代升级，钢铁等行业投资快速增长。2003年11月底，中央经济工作会议把“盲目投资、低水平重复建设”“盲目兴办各类开发区，信贷投放偏快等”作为“局部性苗头性的问题”进行风险警示。12月23日，国务院办公厅转发发改委等部门制止钢铁、水泥、电解铝盲目投资扩张的文件。

上半场宏调显示了一些特点。学界对宏观形势是否过热或偏热争论较多，政府不同部门意见也不尽一致。整治土地管理失序被看作宏调的重要内容。央行较早出手，显示在预警常规宏观周期拐点与调节方面具有某种优势。近年底时，投资增速过快，特别是钢铁等部门投资扩张，被明确锁定为重要的宏调对象。2003年GDP增速为9.5%，基本消除紧缩可能导致通缩的担忧，经济过热偏热判断渐成共识。2004年年初，钢铁等部门投资及总体投资增速仍居高不下，油电煤运紧张度有增无减，推动宏调进一步升温。

春节刚过，国务院召开电视电话会议，提出要制止钢铁、电解铝和水泥行业的过度投资。随后中央金融工作会议要求严控这些行业贷款。银监会对钢铁、水泥、电解铝三部门的信贷资金进行专项检查，国家环保总局、证监会、国土资源部也加入检查队伍。2004年3月，发改委宣布叫停三部门新建企业和新建生产项目。3月24日，央行宣布从4月25日起实行差别存款准备金率，同时实行再贷款浮息制度。4月11日，央行宣布从4月25日起再调高存准率0.5个百分点。3月31日，国土部、监察部联合下发71号令，严令各地在2004年8月31日前将协议出让经营性土地使用权的历史遗留问题处理完毕。

2004年4月中旬，第一季度经济数据陆续公布：GDP增长率为9.7%，不算太高，但是投资增长率43%，CPI升到3%~4.4%的较高水平，被认为“大大偏离中央制定的目标，已经到了必须采取更严厉的调控措施的时候了”。4月25日，国务院发文提高钢铁等部门资本金比例。4月26日，政治局召开会议，要求统一思想，控制经济过热。

4月28日，国务院常务会议研究整顿土地市场治理工作，并责成江苏省和金融监管部门查处铁本事件及相关责任人，铁本公司法人代表戴国芳被刑拘，地方官员和有关银行高管受查处。4月29日，国务院决定用半年左右时间集中整顿土地市场，要求各地各部门在一个半月内清理在建、拟建固定资产投资项目。媒体用“铁腕整顿”来形容当时的调控力度。

下半场宏调的政策力度与出台节奏大变，高层重视程度提升。2004年4月底的宏调风暴显示，对当时宏观形势相当严峻的判断被高层所接受。土地市场问题与钢铁等部门投资过快被锁定为重点调控对象。随着宏调的深入，环保、监察甚至纪检等部门用不同方式参与宏调。发改委协调与主导部际宏调政策作用凸显，与宏调上半场相对低调形成对比。

钢铁在宏调风暴中首当其冲，2004年5月各类钢价应声下跌，线材、螺纹钢价格跌幅超18%，被广泛解读为“宏观调控已见成效”。

宏调风暴的细节偏差

2004年4月，强势宏调举措急促推出，评论人士用“疾风骤雨旦夕至”形容。此轮宏调风暴见效快，不过也难免有较多副作用。从总结历史经验角度或可探讨：2004年4月底的宏调风暴是否有略微舒缓的可能？个别“铁腕”举措是否非用不可？

探讨这个问题其实颇为不易。从经济分析的角度看，如何解读当年一季度数据的实际含义是问题的关键：2004年一季度的数据是否真的显示2003年下半年和2004年年初的紧缩措施并未收效，甚至反倒折射出地方、企业、银行联手抵制宏调，因而政策非升级加温不足以保证宏调政令畅通？

魔鬼总在细节中。为了更好地理解，我们免不了需要探讨一些宏观数据细节。

2004年一季度的GDP增长率9.7%，CPI增速2.1%~3.2%，不算太高。但是投资增速超过40%，钢铁投资增速超过100%，这构成宏调升级的重要背景。不过，仔细分析数据可见，一季度投资增速高企，相当程度受到“翘尾效应”等技术因素影响。实际的情况更可能是，2004年1月投资增速到达高点后，2~3月已开始下降。当时决策分析支持系统如能更全面地上呈有关信息，4月宏调风暴的个别超常举措或许不必推出。

前文提到，2003年二季度投资增幅最大：同比增速5~6月分别上冲到44%和48%，环比增速4~5月分别为6.4%和11.3%。给定上述事实，“翘尾”因素将使2004年一季度投资增速很难大幅下降。1月投资增速高企，可能反映了上年底中央发出严厉调控投资指令后，一些地方加快即将开工项目导致“抢末班车”效应。不过2~3月增速回落，则显示宏调政策开始收到预期效果。

看看分月数据：2004年前两个月投资实际增速为40%，3月降到33%。环比数显示得更清楚：2004年1~2月环比增速分别为5.8%和2.3%，3月已跌至-1.0%。

还有一个比较技术性的有关月度投资占比值的调整因素，可能导致2004年一季度投资增速显著高估。统计部门采用截至特定月份末尾累计数的方式报告特定年份的各月投资额，由此可得历年各月投资额占全年投资比重。20世纪90年代中期后各月投资占比值变动，呈现了两个引人注目的特点：一是历年12月投资占比极高，如1995年和1996年高达37.5%和37.4%；二是此后历年12月该占比值持续下调，2004年已下调至15.9%。

北大教授宋国青多次提及和评论这一统计现象。冬季的12月显然不可能发生超过全年三分之一的投资活动。一种可能的解释是，统计部门获得年度投资数较准，月度投资数据则系统低估，次年初得到上年投资汇总数后，把月度数据累积误差通过12月份数加以调整，由此导致12月投资占比统计值超高。后来统计部门不断下调12月占比，也一并得到解释。

这个枯燥的统计细节与我们所讨论的问题关系在于，各月投资占比加总必等于百分之百，下调12月占比值意味着上调包括一季度各月在内其他月份占比值。初步计算发现，这个因素可能导致2004年一季度投资增长率被高估6~7个百分点甚或更高。

钢铁投资增速也在2004年一季度经历下行拐点。1月钢铁投资同比实际增长率高达142.1%，环比名义增长率高达36.7%，考虑2004年和2003年春节分别在1月和2月，2004年1月投资增速确实异常高。2003年年底，中央严令限制钢铁等部门投资，一些地方在投资项目上“抢末班车”，可能是1月投资反弹原因之一。

但是2月钢铁投资同比增速已回落到135%。考虑上述春节效应，可比意义上2月同比增速回落幅度要大得多。3~4月钢铁投资同比增速进一步下降到41%和30%。钢铁投资环比增长率更清晰地展现了一季度拐点：2月大幅下降到5.1%，3月跌至-15.6%，4月仍为负数。

一种观点认为，地方响应北京调控投资举措，大体包含两阶段行为模式。首先评估研判政策信息是一般提示还是严肃制止。如读懂高层动真格调控意图，则可能会采取“已上马项目开快车，快上马项目开稳车，未上马项目急刹车”的分别处理模式。

这个观点与2004年一季度投资增速变动有暗含之处。2003年年底，高层严厉控制投资政策意图与决心已明确展现，一些地方可能开始对投资项目分门别类处理。“开快车”导致1月投资增速短暂上冲，“开稳车、急刹车”则使2~3月投资增速快速回落。地方“下有对策”动机会短暂起作用，随后会很快回归服从中央指令正轨。问题在于，考虑上述“翘尾效应”，即便调控政策有效，2004年一季度投资同比增速也很难回落到正常水平。

2004年宏调遗产

西哲有言：你不可能两次踏进同一条河流。一切皆在流动与变化，新时期历次宏调也有各自的特征表现。

比如，2007年紧缩宏调以调控猪肉价起手，2010年则以调控房价飙升为重点对象，2008年年底更以实施空前力度的一揽子刺激经济计划为主轴。抽象的反周期宏调，总是在具体背景下通过具体举措推出。

受多方面因素影响，新时期的首轮宏调特点尤其突出。首先是宏调背景不同寻常。世纪之交的起点环境是宏观通缩，这就使得判断当时宏观周期转向偏热会受更多牵制。SARS疫情为2003年二季度信贷和投资过快扩张客观上打了掩护。如前文讨论过的，央行率先出手紧缩房贷未能完胜，部分与上述背景条件与心理氛围有关。

当时经济偏热的走势，与开放经济追赶提速的阶段性转折时态重合，使宏观周期上行呈现新特点。可贸易部门持续追赶，派生出人民币的内在升值趋势。资本回报率趋势性提升，给国内投资增长注入了强劲动力。是允许汇率浮动调外需，还是限制投资压内需，这个制约开放宏观全局的巨大置换关系不期而至，一时带来了认知和决策困惑。

制造业升级与城市化扩容，推动中国经济进入“高摄入、高能耗、高增长”的青春期成长阶段。产业结构阶段性“重化”虽有符合规律之处，然而与转型背景下体制扭曲的因素相结合，表现为钢铁、建材、建设用地等增长偏快偏猛。这容易使人把宏观失衡看成少数部门过热并诉诸产业政策，构成“产业政策宏调化”的经验背景。

2004年的宏调风暴来去匆匆。然而受路径依赖效应的作用，这次宏调实践在分析逻辑、主题定义、工具选择、协调方式等方面产生了显著的后续影响，在塑造10年宏调模式的某些相对稳定的特征方面留下了清晰的烙印。解析2004年宏调的影响与遗产，是理解10年宏调史的必修课。宏观观察中结构分析的视角更加彰显。宏观决策层虽也重视信贷与投资增速等总量指标，但在分析层面对其更有影响的，似乎是钢铁、水泥、电解铝等投资增速、建设用地扩张规模等部门性或结构性的变量。与结构分析的思路相适应，产业政策在宏调组合措施中的重要性上升，多部门调控的九龙治水模式成为必要，限制特定部门投资成为重头戏，产能过剩、盲目投资等概念为这种宏调模式提供了分析支持。

总量工具则成为配角。货币政策退居相对次要地位，利率手段运用更是“慢三拍”。实际情况是，宏调高潮半年后央行才决定（或获准）将利率提升0.27个百分点。这似乎更像显示利率工具可有可无：在战斗结束后清扫战场时才迟迟现身。财政政策作为总量宏调另一基本工具也有类似尴尬，2004年宏调风暴过去近一年后，积极财政政策取向才得以改变。在这轮宏调博弈中，新组建的发改委主导的宏调模式具体成型。虽然在2003年宏调中表现比较平淡，但当宏调重心到年底聚焦特定产业后，发改委在设计产业政策和出台结构措施方面具有的禀赋优势，便在宏调高潮阶段得到突出发挥。2004年宏调风暴后，发改委趁势推动重建覆盖广泛的产业政策目录，成为其主导宏调的神兵利器。

当时一份官方文件的表述，或许传达出发改委对未来宏调模式的某种愿景规划：“产业政策和信贷政策是国家实施宏观调控的重要手段……今后，国家发展改革委将定期发布和适时调整相关产业政策，指导社会投资方向；人民银行和银行监管部门将配套提出加强和改进银行信贷管理、优化信贷结构的政策措施”。

如果说确立“产业政策宏调化”模式，使得发改委找到新形势下主导宏调的实践战法与抓手，那么在协调与推动2004年宏调风暴中发挥的独特作用，则给人留下发改委地位不可替代的深刻印象。后来实施4万亿刺激计划，发改委再次将设计实施产业政策的能力发挥得淋漓尽致，以至于现在高层可能都觉得发改委“重要到不能改”。就部门竞争决策影响力而言，发改委无疑是2004年宏调的最大赢家。

2004年宏调无疑有重大成效和积极意义。重视宏观稳定，果断治理明显的宏观失衡，2004年宏调继承了中国改革时代宏观政策这个重要传统。不受标准教科书束缚，务实选择宏调工具也是好的。从效果看，抑制住通胀加剧势头，为开放景气增长赢得了大体稳定的宏观环境。从总结经验角度看，2004年宏调也派生一些矛盾。如产业政策在宏调概念下扩张导致审批管制扩大，就是或可反思的问题之一。

央行为何出手不利

2003年6月5日，央行发布121号文，率先对房地产业信贷扩张发出降温政策信号。文件出台后，先有业内人士公开质疑批评，后有国务院18号文与121号文的关系引发热议，央行一时颇为窘迫。这段故事不仅影响房地产政策的后续走势，也折射出中国楼市与宏调政策特殊的互动关系，算得上10年宏调一件大事。

转型期房地产业发展与住房制度改革息息相关。1991年国务院先后批复多省市房改总体方案，标志房改全面起步。然而，1992年房地产局部过度扩张，个别地区出现房地产泡沫。经1993年严厉调控，房地产业逐步进入一段低迷增长期。

1998年，国务院出台23号文件，取消住房实物分配，引入个人购房按揭，再次激活房地产业。房地产企业与个人购房贷款总额，从1998年的2455亿元增长到2003年的18437亿元，5年增长7.5倍，占金融机构贷款总额的比例从2.83%上升到11.6%。如央行指出："房地产信贷业务在这么短的时间内、以这么快的速度持续发展，在世界各国发展历史中都是少有的。"2002年，相关部门已关注其偏热苗头，并出台局部性规范政策。时任总理朱镕基多次提示房地产偏热风险，在12月中央经济工作会议上明确指出："在局部地区、个别地区，房地产已经出现一点热。从一点热到过热是很快的，半年就行，我对此有几十年的经验。"

2003年房地产业继续走高，宏观经济也出现偏热通胀走势。广义货币增长率2003年上半年上升到19%上下，下半年超过20%。投资实际增长率2003年前四个月升到25%~27%的高位，5~6月更是冲到43%~48%的超高水平，下半年仍在35%~39%高位波动。无论从房地产还是宏观稳定

的角度看，1998年以来的特殊宽松政策都急需调整。上述背景下，央行在“非典”新病例上报数归零几天后推出121号文。

121号文全名为《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》，主要内容是通过适度紧缩信贷以抑制房地产投资过热并防范金融风险。文件重申银行不得给自有资金比例低于30％的开发商提供贷款，要求不得对未封顶的住宅发放消费贷款，还允许商业银行对购买高档商品房或二套以上商品房借款人适当提高首付比例，并不再执行优惠购房贷款利率等。回头看，121号文措施可谓相当温和。然而习惯多年宽松政策的房地产人士纷纷公开质疑，“仇富说”“擅改游戏规则说”等指责使央行颇为被动。时任央行副行长吴晓灵回顾称，“舆论狂轰滥炸批评这个文件”。更让央行尴尬的是，不久国务院出台18号文，被广泛解读为是对121号文的“纠偏”。2003年7月30日，国务院常务会议听取建设部关于房地产市场发展情况的汇报，8月底发布《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》，指出“房地产价格和投资增长过快”“房地产开发和交易行为不够规范，对房地产市场的监管和调控有待完善”，与121号文是一致的，还强调“充分认识房地产市场持续健康发展的重要意义。房地产业关联度高，带动力强，已经成为国民经济的支柱产业”。这些方针从长期看也是正确的，不过在当时特定环境下推出后，“几乎立即就被房地产界解读成‘对121号文的纠偏’”。

央行为何出手不利？除房地产政策自身复杂，政府换届对重大政策议题评估变异度较高外，特殊宏观背景也有影响。2003年，经济逐步走热苗头已属明显，然而人们对此前多年通缩仍印象深刻，担心“支柱产业”增长乏力影响宏观经济复苏，可能对治理房地产问题有投鼠忌器作用。121号文判断没错，前瞻性较好，措施也未过火。不过出台这个敏感文件时，央行在部际协调、业界沟通甚至政策文本表述等方面，也有或可斟酌探讨之处。

这一事件后续影响隐然可辨。出手不利后央行需要一段时间修复提升其部门影响力。这对在后续宏调中充分发挥与央行职能具有天然联系的间接、总量、价格工具的功能作用或有不利影响。对房地产调控也有间接影响。限制钢铁、水泥、电解铝投资是2004年宏调重头戏，与三行业紧密联系的房地产业并未被锁定为重点调控对象。当时主流观点认为，作为房地产长期政策方针，18号文要管5年。121号文引争议后，再把支柱产业作为紧缩对象显然不妥。等到房地产整体偏热已然成为事实，不少城市房地产泡沫化风险明显呈现之后，有关部门便不得不采用限贷、限购这类行政干预色彩较多的手段加以调控，与市场化宏调也就渐行渐远。

第四章 老革命遇到新问题

一波三折话汇改

2004年宏调暂时控制住经济偏热走势，2005年消费物价涨幅从上年3.9%回落到1.8%。不过，开放经济追赶与体制不适应派生的宏观失衡压力仍然存在。2005年经济增速仍在11%以上，少数城市房地产泡沫有蔓延之势，国际收支顺差失衡更趋明显。

在此背景下，2005年“7·21汇改”放弃盯住美元，是改进宏调的重大积极举措。外部失衡通过外汇储备的过度增长，助推货币被动扩张，在上轮宏观经济偏热中已有明显表现。2003—2004年外汇储备两年增加3235亿美元，外汇占款对同期央行资产的增量扩张贡献率高达99%。从开放宏观的内外均衡目标看，宏观经济偏热与顺差失衡同时发生时，退出汇率盯住制、允许本币适度升值，可兼收内外失衡治理之效。

不过，历史跟我们开了一个玩笑：外国人在更早的时候评论人民币低估，甚至施压人民币升值，对中国的汇率调整带来不便。最早是2001年8月英国《金融时报》发表《中国廉价货币》一文。我对该文的评论是：“在错误的时间，错误的地点，用错误的论据，提出一个意义重大的问题。”当时，中国经济仍受通缩的困扰，人民币升值不合时宜。外媒施压人民币升值，客观上不利于中国的汇率政策调整。该文以中国向日本出口富士苹果为例，认定日本经济成功追赶源自低估汇率，中国则如法炮制对付日本——更是错得离谱。不过，中国生产率追赶派生出本币升值趋势，可是一个真实如铁的问题。

更麻烦的是，日本政要也来凑热闹，接着刊发文章呼吁人民币升值。2002年，日本财长还要求七国财长会议施压人民币升值。2003年，美国政要也加入升值大合唱。美国国会议员动议对中国产品征收惩罚性关税，施压人民币升值。美国财长斯诺专程访华提出诉求。

问题起手就被定格为“如何应对外国压力”，客观上不利于我们坚持从“以中国为本位”的立场出发，全面评估何种汇率政策选择能较好满足中国经济持续追赶大局的需要。当时国内学界和媒体几乎是一边倒反对升值。在这一背景下，中国领导人2003年9月4日接见斯诺时重申保持人民币汇率稳定。2004年宏调中，本币升值这个本来正当其时的市场性调节工具一直尘封未动。

由此可见“7·21汇改”的突破意义。国际收支失衡加剧是其直接原因。2006年上半年贸易顺差396.5亿美元，比2004年全年历史峰值水平多出24%。上半年外汇储备增加1000多亿美元，达7109.7亿美元。宏观经济已呈易热难冷态势，劳动力民工荒持续两年，部分对冲了“升值导致通缩和就业形势逆转”的担忧。对国际上多年的升值诉求，高层或许也觉得需适度积极回应。

“7·21汇改”当天，人民币兑美元汇率从8.27调整为8.11，升幅约为2%。央行宣布，人民币汇率形成机制实行市场供求为基础的、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制，汇率每天可在千分之三的幅度内上下浮动。

“7·21汇改”对相关领域的后续改革探索有破冰助推之效。如银行间外汇市场引入询价交易方式和做市商制度，中国居民个人购汇总额提高，扩大人民币兑美元交易价日的浮动幅度，取消经常项目外汇账户限额管理，直至近年度实施企业走出去战略，推进双边贸易的人民币结算，等等。“7·21汇改”后，中国的汇率体制、外汇管理、资本账户开放等领域出现活跃调整与探索的新局面。

不过改革仍未完成。汇率形成机制改革进程，更是不无踌躇迟疑以至反复。

观察汇率变动轨迹可见一斑。2005年年底人民币汇价为8.07，与“7·21汇改”后比较，升值不到半个百分点。2006年温和升值3.1%。适应抗击通胀需要，2007年到2008年上半年升值加快，到2008年7月升幅高达14个百分点。

金融危机爆发后，人民币汇率在6.83水平上重新盯住美元，直到2010年6月资产泡沫加剧再次退出。2011年下半年，欧债危机深化等因素导致国际资本流出新兴国家，有观察人士判断人民币升值已然结束。人民币从2012年4月的6.2999贬值到8月的6.3404。随国际收支形势变动，人民币2013年再次进入升值通道，从年初6.2897升值到5月底的6.1796，五个月升值1.78个百分点。

上述曲折变动无疑受诸多原因影响，不过央行汇市干预或仍为关键因素之一，如何更好发挥市场调节汇率作用，挑战犹存。目前经济增长减速调整，人民币升值引发新一波评论，甚至不乏“汇率升值逼死制造业”的质疑。

人民币升值在2003年成为争论议题已有十几年，2005年汇改至今也已10年，然而汇改一波三折后仍是争议不断的敏感问题。

老革命遇到新问题

2005年的汇改是个重大突破，不过，人民币汇率体制调整早有更久远历史。伴随内外经济环境变迁，人民币问世以来汇率体制经历频繁变动，可谓“几度风雨几度春秋”。历经长期改革探索，新时期汇改为何仍是一波三折困难重重?

分析这个问题前，简略梳理回顾人民币汇率体制的变迁史或许不无裨益。

过去半个多世纪，人民币汇率政策至少已经历过七个阶段的演变。

一是初期高频贬值。1948年年底人民币问世，1949年1月在天津公布兑主要国家货币的汇率。当时战争环境下不得不超发货币弥补财政亏空，导致物价大幅上涨，人民币高频贬值适应相对购买力变动。从1949年1月到1950年3月，人民币兑美元汇率变动49次，汇价从1美元兑80元旧人民币贬到1美元兑42000元旧人民币。后来随着通胀形势好转，汇率回升到1951年5月的1美元兑26170元旧人民币。

二是盯住英镑—美元。为适应抗美援朝后外部环境的变化，从1953年到20世纪70年代初，人民币汇率名义上盯英镑，实际由于当时布雷顿森林体系的安排是盯美元。1967年11月1英镑兑美元数从2.80贬到2.40，人民币兑英镑汇率相应升值，维持1美元兑2.4618元人民币的汇率。20世纪50~60年代，人民币兑卢布汇率一度很重要。人民币兑卢布汇率采用以双方货币兑美元汇率套算、模拟金平价、政府谈判等方式决定。

三是20世纪70年代升值。布雷顿森林体系危机和崩溃后，美元持续贬值，中国实行“人民币汇率水平稳定在国际市场各国货币汇率中间偏上水平上”的方针，兑美元汇率多次升值。如1971年12月18日，美元兑黄金的官价从原先的35美元等于1盎司黄金贬值到38美元等于1盎司黄金，人民币汇率上调为1美元合2.2673元。1973年美元第二次贬值，人民币兑美元升值到1美元合2.0202元。布雷顿森林体系解体之后，人民币兑美元间歇性升值，到改革开放初年升到1美元兑1.50元上下。

四是官方汇率与内部结算价并存的双重汇率制。为适应贸易体制改革和调节国际收支需要，1981年1月到1984年12月期间，中国实行双重汇率制。贸易外汇内部结算价下调为1美元兑2.80元，贬值过八成。官方牌价维持1美元兑1.50元人民币，适用侨汇等非贸易结算。此后几年中国逐步调低人民币外汇牌价，使之逐步逼近内部结算价，1984年年底已与内部结算价基本持平。

五是官方汇率与外汇调剂市场汇率并存的双重汇率制。20世纪80年代中后期，深圳等城市建外汇调剂市场，外汇指标额度交易不仅改善外汇资源配置，而且提供“影子汇率”信息。官方汇率参考调剂市场汇率间歇式贬值，到1990年11月17日贬值到1美元兑5.2221元人民币。1991年4月后高频小幅贬值，两年多经数10次小幅贬值到1美元兑5.8元。1994年1月1日将两种汇率并轨，定为1美元兑换8.70元人民币，确立以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度。

六是短暂浮动升值阶段。1994年汇改后实施有管理的浮动汇率制，受当时的国内外经济形势及国际收支走势影响，出现一段时期汇率升值的形势。1994年汇改至1996年，人民币兑美元名义汇率累计升值5%，体现以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制特征。

七是盯住美元制。面对亚洲金融危机形势，中国政府实行人民币不贬值的政策，人民币兑美元维持在8.2765人民币/美元的水平。随着

美元持续升值，1998年至2002年2月，人民币名义和实际有效汇率大幅升值。2002年3月至2005年6月，随着美元持续下跌，人民币名义和实际有效汇率指数分别累计贬值约15%和18%。

60余年的人民币汇率简史给我们两点启示：除布雷顿森林体系时期，人民币汇率在绝大部分时期处于不断调整的演变之中；七个阶段的人民币汇率体制与政策选择，几乎覆盖了除货币局与完全浮动之外各种可能的汇率制类型。即便是在世纪之交实行盯住美元的汇率制度，本币有效汇率仍大幅贬值。历史事实显示，汇率稳定是相对的，变动则是更为常态性的现象，关键是如何使汇率变动与经济成长规律的要求相一致。

从大历史视角观察，新时期汇率体制选择的新挑战本质在于，中国可贸易部门的生产率持续追赶，带来本币汇率趋势性的升值压力。这个由生产率追赶派生的“成功的烦恼”，不仅与改革开放最初10多年实际汇率持续贬值截然相反，与20世纪70年代人为地维持本币强势地位的多次升值也根本不同，可谓“老革命遇到新问题”。

贬值时难升亦难

中国1994年汇改已确定有管理的浮动汇率制，原则上允许汇率自如升贬。然而实践上真让“浮动”两字落地又谈何容易。

改革开放初期十几年探索，使我们理解汇率高估不可行，并接受了贬值的要求。然而在另一方向，看来我们也需要十几年探讨和求索，才能对新环境下升值议题逐渐“脱敏”，并最终认识和接受本币浮动升值的规律要求。

其实，当初汇率贬值也经历争论。除了廉价进口部门天然抵触，学界也有反对意见。有观点比较国内外相对价格，从购买力平价的角度论证人民币不应贬值：中国一篮子商品平均价格低于纽约，人民币不可能高估，贬值无从谈起。其实，简单用购买力平价作为均衡的市场汇率基准本身不成立，以此推断贬值或升值都有问题。

还有观点从通胀角度立论，认为本币贬值会通过“进口价格传导效应”加剧通胀。当时通胀是决策者棘手的宏观难题，贬值加剧通胀观点影响更大。回头看，早先决策层采用各种策略持续推进贬值汇改，不是学理争论取得的共识性看法，而是迫于推进开放大局，同时受制于贸易逆差压力，以及外汇储备不小于零的硬约束。

新时期升值争论的复杂与激烈程度尤甚。汇率问题不再像早年那样在国际金融与开放宏观领域内狭窄的专家与决策圈讨论，而成为经济学界以至知识界关注的要点，财经媒体甚至大众传媒的热议问题。更有意思的是，升值争论一开始就超出传统经济问题争论的左与右、土与洋、新与老等划分标准，把经济学家群体按照过去从未见过的分界线撕裂成无法辨识的不同阵营。

10年后的今天，我们或可比较平静地观察有关升值问题的不同观点，依据经验证据进行理性评估和探讨。先回顾质疑升值的理由。此类观点很多，择其要者可分四类。

一类观点本身有道理，可惜遗漏掉问题重要的一面，未能提出全面解答。这类观点常见于回击美国施压人民币升值，强调人民币升值不可能解决美国逆差失衡的问题。确实，由于中美发展阶段和产业结构差别跨度大，人民币升值不会给美国腾出多少市场空间，更可能会舒缓与中国处于类似发展阶段的经济体的压力。然而，上述观点没有回答实质问题：什么汇率体制有利中国经济开放成长，汇率调整是否有助于解决中国宏观经济运行问题？遗漏掉这个要点，上述观点或许有助于跟外国人打口水仗，却未能以中国利益为本位求解汇率难题。

二是阴谋论、货币战争之类难以证伪的说法。例如，流行观点一般把外国货币贬值看成是对手挑起货币战争，升值意味着输掉货币战争。然而，媒体曾报道，美国投资家罗杰斯评论日本政府货币放水与日元贬值，痛斥安倍政府是在“摧毁（本国）货币”（环球外汇网，2013年6月14日）。薛暮桥1949年撰文分析当时解放区货币与国统区法币竞争，把1948年前后冀南币、北海币相对法币升值1000倍赞誉为“我们货币政策的巨大成功”（《薛暮桥文集》三卷244页）。虽然案例背景不完全可比，但是可见“谁贬值得手谁就是赢家”的前提设定就有问题。

三是一些本身偏激的观点。1985年，日元贬值导致日本经济失去20年的说法，与汇率阴谋论相互激荡影响不小，然而不能解释马克兑美元大幅升值然而德国经济至今仍活跃增长。有外国学者不厌其烦地宣称，人民币升值将使中国经济落入通缩深渊。回顾2005年汇改后人民币兑美元升值三成以上，其他汇率指标升值还更高一些，然而中国经济至今不见通缩影子，倒是更多被通胀和资产泡沫所困扰。有观点还认为，汇率升值无法降出口与增进口，即所谓“弹性模型失效

论”。问题在于，如果涨价后销量不减，大手涨价后坐地数钱就好了。这时抵制升值岂不更是难以理喻。

四是逻辑有理然而实际过虑的考量。升值会制衡出口与经济增速，有可能增加就业压力。这或许是升值怀疑论中最值得重视的考量。如果短期宏观形势处于世纪之交特殊的通缩局面，推延升值并暂时借助外需不失为必要的务实选择。不过，新时期中国开放宏观经济的实际运行情况是，2003年走出通缩后总体易热难冷，劳动市场连续多年面临民工荒压力，劳动力实际转移规模超过广义奥肯经验模型界定的合理水平。在就业格局实质性转变和普通劳动力供给持续偏紧的形势下，适当加快推进汇改不仅对治理内外失衡是必要之举，也有助于对劳动力市场“量价快增”的过于火爆局面进行适当调节。

双峰并立升值论

时间是真相的显影剂。回望10年，一些事看得更清楚。

汇改为何特别难？利益影响显然要紧。低估汇率类似于给出口部门提供补贴，出口企业不乐意升值在情理之中。出口依存度较高的地区，官员担心升值影响当地经济增速。有关领导看重贸易与外资增长，担心升值妨碍达标。高层决断前，相关利益牵制作用就更明显。

就思维方式而言，允许汇率这个基本价格变量发挥更大作用也有特殊困难。发挥价格机制作用需超越转型期“价格不管用”的心态制约。在面临汇率升值这类全新的涉外议题时，零和游戏的思维方式仍会有影响。转型环境下推进改革，涉及价格机制调节，或关乎内外关系调节，都会各有困难。汇改要“毕其功于一役”，自然难上加难。

回头看有机会讨论一个“反事实推论”问题：如果当年汇改升值早一点，力度大一点，情况又如何？对此难免仁智互见。从常识分析与后续经济表现看，结果大体应是：经济增速慢一点儿，民工紧缺缓一点儿；外汇储备少一点儿，买进价格低一点儿；货币增幅小一点儿，资产泡沫轻一点儿。审慎几近保守、渐进略显迟缓的汇改策略，好处主要是外需较快扩张，经济增速好看，加工贸易就业岗位增加更多。权衡比较，当初加快汇改或许是更为合理与实惠的选择。

其中的关键是如何更早地形成科学的认知与决断。这需要学界讨论开放宏观经济与政策时更具科学精神与实证取向，需要媒体讨论开放问题时更具理性意识与平常心，也需要决策层在开放领域敢于直面短期压力从而更好决断。10年前问题初起时我们准备不足，如果说汇改迟缓有代价，也只能看作是为开放发展必修课所付的学费。

从这个角度看，最早在实证分析基础上明确阐述升值论的学者，对其贡献应记上一笔。笔者所见文献，在当年近乎一边倒的舆情下，也有少数学者支持升值。如社科院余永定教授与北京大学宋国青教授，同时于2003年9月发表论文或完成专题报告阐述升值论。在浩如烟海的文献中，两位著述在10多年前所达的认知，可谓双峰并立、卓尔不群。

余永定题为“消除人民币升值恐惧症，实现向经济平衡发展的过渡”的论文，是新时期国内学者较早发表升值论的主要代表作之一。论文系统梳理了当时流行的“害怕人民币升值的各种理由”以及“各种减轻人民币升值压力的对策”，又用实证方法条分缕析，指出这些“理由”与“对策”大都不能成立或难以奏效。在外汇储备问题上，该文说明即便用包括短期资本流动的严格标准，当时储备都已过合理规模，无须担心适当升值减少顺差。

论文标题就鲜明支持升值。余永定认为中国本就实行“以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度”，“如果人民币面临升值的压力，在一般情况下，我们应该让人民币升值”，同时“中央银行酌情对外汇市场进行干预”。他还提出扩大浮动区间的汇改建议：先“允许上浮或下浮1个百分点或至多不超过3个百分点。随着经验的增加，我们可以使浮动幅度进一步扩大，如使浮动幅度围绕中心值上下浮动10%~15%”。

北大中国经济研究中心课题组2003年6月研究“走出通货紧缩与人民币汇率”课题，2003年9月宋国青执笔完成同名主报告。报告认为随总需求快速回升，亟须调整早先的宏观政策。由于外贸外资规模扩大，利用汇率杠杆调节内外关系更显重要。为此，报告分析国民经济短期与长期、内需与外需、增长与福利等关系，阐述包括真实利率周期决定宏观周期，资本金、利润、存货与短期宏观经济波动关系等重

要观点。报告开头强调新时期汇率的重要性提升，结尾以汇率政策调整为中心的政策建议收笔，汇率是贯穿全文的主线之一。

报告对汇率低估背景下几组损益关系的分析尤为精彩：包括贸易顺差增长与边际出口成本飙升的损益关系；吸引外资提供资本金与压抑国内信贷投资的损益关系；增持外汇储备与国内投资真实回报的损益关系。不仅视角独特，而且通过估测相关指标提供定量结果。该报告不仅是人民币早期升值论的扛鼎之作，也是中国新时期开放宏观经济研究最重要的成果之一。

重读二文仍感叹良多。余永定的论文对试图通过放松资本管制来替代汇率升值思路的评论，目前仍有现实意义。宋国青的报告全面阐述汇率升值10%及配套政策建议，然而考虑各方接受困难，报告又提供“另一种折中建议”，并耐人寻味地把“折中建议”看作“是一种预测”。后来的宏观形势发展，在大致格局上正是这个“预测”要点的逐步展开。

人民币汇率大趋势

如果中国经济能进一步追赶，在劳动生产率与人均收入上最终与美国不相上下，人民币兑美元汇率有可能最终升值到“破三近二”水平。

10年前的汇率政策争论，聚焦在是否需要适应内外形势的变动，退出盯住汇率制。虽然起初质疑升值的观点占上风，然而随着客观经济形势进一步发展，决策层2005年7月启动汇改，人民币汇率进入时断时续、时快时慢的温和升值轨道。

2013年6月中旬，人民币兑美元汇率曾达6.16上下，比汇改前升值约34%。其间中国通胀高于美国，人民币兑美元的实际汇率升值幅度要大一些。兑一篮子货币的有效汇率与兑美元汇率的变动大同小异。

展望未来，人民币市场汇率走势如何？虽然长期汇率变动趋势存在规律，然而汇率的诸多决定因素会有不同变化，对未来演变事先难以准确预判。不过可以从中国经济追赶前景的角度做一点推测。

从学理与国际经验看，对中国这样仍处于成长转型期的经济体来说，可贸易部门生产率的追赶前景，是决定本币与外币兑换率长期走势的最重要因素。制造业是可贸易程度最高的基本产业部门，中国可贸易部门生产率从20世纪中期开始持续快速追赶，成为进入21世纪人民币升值趋势的基本推手。

中国目前制造业的劳动生产率大约相当于美国类似指标的两成多，如能持续追赶，在未来20年前后将达到美国水平的2/3上下；又假定中国的宏观经济与货币管理大体保持稳健，避免发生持续恶性通胀；这样人民币市场汇率在21世纪初叶结束时，有可能升值到1美元兑

3~4元人民币左右水平。此后中国经济如能进一步追赶，像日本那样在劳动生产率与人均收入上最终与美国不相上下，人民币兑美元汇率有可能最终升值到“破三近二”水平。

当中国在劳动生产率与人均收入指标上历史性地完成收敛，因而后发追赶动能也彻底耗尽后，经济发展会面临与发达国家类似而与目前阶段完全不同的制约，由经济追赶推动的人民币趋势性升值的历史进程也会最终消失。届时，如果主权货币仍是国际货币体系的支撑性制度安排，人民币兑发达国家货币的汇率，最终可能会围绕购买力平价所限定的趋势值，因宏观经济短期变化而波动。

对上述预测，注定会有不同意见和批评。需要说明，条件预测是假设给定条件下会发生的变化，其实际意义不是告诉我们注定要发生什么，而是陈述与讨论特定的条件变量与预测变量之间的关系及其分析依据。经济学预测更多是表达一种分析与认知方法，不是算命先生宣告的某种未来宿命。

上述人民币长期趋势性升值的预测条件，既简单也复杂。说简单，是因为只有两条：一是微观领域劳动生产率持续追赶；二是宏观经济领域避免恶性通胀。如果有读者朋友进一步认为，宏观管理不出大错并规避恶性通胀，是一国经济长期追赶的必要条件，那么上面两点预设条件便收敛为一条。后进国劳动生产率持续追赶，是人均收入逼近前沿国的必要与充分条件，其间必要求本币汇率持续趋势性升值。

说复杂是因为，实现上述条件不易。从增长理论的常识与广泛的国际经验观察，生产率持续追赶是“硬道理”：涉及如何持续发挥投资积累、技术进步、学习效应等一系列增长动力源作用，每个方面都会涉及无穷无尽的复杂矛盾与问题。对中国而言，如何能力推系统改革，拓宽支撑持续追赶的体制空间，更是复杂与棘手的挑战。

如果说上述预测是可证伪假说，那么什么是证伪条件？假如中国深化改革未能成功突破，并逐步失去生产率持续追赶的动力，未来人民币升值趋势也就不能延续——这样不幸的情形显然不是对本文预测的证伪。又如经济追赶持续的同时宏观经济管理失准，以至严重通胀侵蚀名义汇率升值空间，也不构成对本文预测的证伪。本文观点的证伪条件是：未来较长期范围内，虽然中国的可贸易部门生产率持续大幅追赶，通胀水平并未大幅高于美国，人民币却并未呈现升值趋势。

以上述条件预测作为远景推测，结合改革开放以来人民币汇率的实际演变轨迹，可得到中国经济整个追赶期本币汇率走势的“三段式”全景图。改革开放初期十几年持续贬值，其间人民币名义汇率贬值5倍多，通胀高过美国2倍多，实际汇率贬值2倍多。世纪之交的7~8年盯住美元，其间中国通胀水平较低，实际汇率贬值约15%。21世纪初进入较长期趋势性升值阶段，如能成功完成对发达国家经济的追赶，人民币兑美元的汇价最终应能大尺度回归改革开放初期的水平。

“周小川”猜测

中国经济追赶时代的人民币汇率演变大势，或许采取“三段式”展开。三段中最重要的无疑是前期贬值与后来升值，即“先贬后升”这两段。

改革开放后，计划体制下表面“稳中有升”的人民币汇率，抵挡不住外部竞争的冲击，最初15年持续大幅贬值早已是人所共知。要较早地认识人民币汇率的大趋势，其难点在于，在持续贬值已成常态的背景下，前瞻性地把握人民币会有趋势性升值的未来。

笔者多年前涉猎汇率问题，曾系统阅读了关于人民币实际汇率的文献，包括央行行长周小川博士20世纪90年代初的多种相关著述。周小川较早对中国“走向开放型经济”的重大问题进行了系统梳理研究，人民币汇率分析在其中占据重要地位。尤其难得的是，凭借对当时开放经济前沿现实的了解与国际经验的稔熟，周小川在1993年与谢平博士等人合著的《走向人民币可兑换》一书中，就提出人民币会先贬后升的观点。

当年周小川大体从三个层面提出推测。从转型经济的规律性角度看，他认为市场化改革导致实际汇率初期贬值，随后，可贸易品比重上升会推动实际汇率升值。从东亚经济体的相关经验看，他认为，日本与中国台湾地区经济高速增长时日元、新台币走势及其规律，对展望人民币未来趋势有借鉴意义。

“二战”后，美国驻日占领当局实施“道奇计划”，把日元汇率定到360日元兑换1美元这一较为低估的水平，有利于日本增加出口和经济增长。后来随着日本出口商品档次逐步提升，日元开始面临升值

压力。“二战”后，中国台湾地区的经济增长与新台币的汇率变动也表现出类似特点。

尤其重要的是，或许得益于时任对外贸易经济合作部与国家经济体制改革委员会领导的工作便利，周小川20世纪80年代末和90年代初考察调研当时中国沿海发达地区开放型经济的实际表现时，发现产业与贸易结构演变的动向将推动汇率由贬转升。利用对开放型经济最新现实演变动向的敏锐感知，作为前瞻人民币汇率未来升值走势的经验依据，是“周小川猜测”最见观察功力与最有认识价值的贡献。

周小川的逻辑大概是这样的：货币逐步升值的机遇往往发生在产品档次从低档开始到中档阶段，即国内生产能力绝大多数都能既满足国内市场又满足国际市场的阶段。许多企业接近这一点时，国内货币就开始出现升值倾向。他观察当时的现实情况，“中国制造的产品，大量占领了便宜货市场，很有点像中国台湾地区20世纪70年代末80年代初的现象。与此同时，有一部分中档产品已经摆在国际市场货架上了”。这些显然就是人民币汇率将进入升值轨道的先行征兆。

进一步看，为什么当时沿海产业与贸易结构会出现上述令人鼓舞的走势特征？周小川与马建春1993年合著《走向开放型经济》，观察了加工贸易、技术进步、生产率提升之间的关系，分析了开放环境下通过参与国际竞争以提升竞争力的过程，对问题给出既符合普遍规律又体现中国特色的解答。

书中描述了20世纪90年代初沿海发达地区一些外向型企业技术升级与生产率提高的情况。他们发现，这些加工贸易企业，为保证适应国外消费者偏好、市场变化速度以及达到质量和安全标准，往往要利用发达国家提供的专用设备、模具、专利与技术、培训手段、设计和管理等。结果初级劳动力的价值贡献率往往只占加工贸易产品1/4或1/5增加值的一半左右，即占产品整体价值1/8或1/10左右。

他们注意到，中国许多典型的劳动密集型加工出口行业也正在发生变化，有的就发生在乡镇企业。一些乡镇企业进口设备数量之多、技术之先进是令人吃惊的。他们提到了在青岛等地看到机织工厂技术工艺升级换代的案例，这些工厂利用德国制造的相当复杂的专用设备。许多面向出口的服装厂和制帽厂中，刺绣环节大量采用进口的计算机联机控制或脱机控制的多头绣机，否则不能达到需要的生产率、质量标准和图样变化快速的要求。

一国的本币均衡汇率本质上是由一国经济对外相对竞争力水平决定的，而对外竞争力的基础则由一国的企业部门，特别是可贸易部门企业的相对运营效率决定。周小川当然了解他讨论的案例当时尚属局部甚或个案，然而透过这些案例却可一叶知秋地看到对外开放推动效率提升的具体机制与现实途径。

阅读周小川著述，能感受到字里行间透露出来的兴奋与喜悦也就不奇怪了。开放型经济微观效率提升与宏观汇率变动逻辑联系既已建立，辅以东亚经济体汇率演变的既有经验，“周小川猜测”便呼之欲出了。

巴拉萨效应

20年前，周小川与合作者提出人民币汇率先贬后升的“猜测”。借鉴适当的理论框架，把这个富有预见的前瞻性猜测，转换成更便于实证分析的研究假说，当代国际经济学的“巴拉萨效应”（即巴拉萨—萨缪尔森效应）应是比较适当的选择。

然而，如何立足于中国现实，适当借鉴巴拉萨效应理论，揭示人民币汇率独特的演变轨迹背后的客观规律，却还面临着不少认识争议，至今仍未有定论。

巴拉萨效应出自美国耶鲁大学巴拉萨（Bela Balassa）教授1964年发表的《购买力平价教条：再评价》一文。该文直接的意义在于提供了一种对穷国与富国相对价格系统差异的解释。由于两国相对价格等价于两国货币的实际汇率，巴拉萨效应间接包含了特定后进国在经济追赶时期本币实际汇率趋势性升值的理论假说，因而可作为讨论人民币走势的分析框架。

这段议论有点抽象，不过道理并不复杂，容我略加申述。大凡有过国际旅行经验的朋友，对穷国一般物价便宜而富国物价较高的事实应有印象。这就是所谓的国际相对价格差异：用市场汇率衡量，大体可比且类别广泛的一篮子消费品，在穷国比较便宜而富国较贵。比如月收入700美元，在印度孟买或坦桑尼亚达市，或许能过挺不错的日子，在美国纽约则可能难以正常生活。

现象是司空见惯的，原因却并非一目了然。例如，前些年有本畅销书宣称“世界是平的”，如果世界真的全是平的，国际上“一物一价”或“一价定理”条件就应能满足，这时不同国家相同的物品，其价格用市场汇率折算为同一货币标示应大体相同，穷国与富国物价水

平就不应有观察到的系统偏差。巴拉萨教授借助几个简单的条件，对国际价格差异的现象提供理论解释。

一是把经济活动分为可贸易与不可贸易两个部门。汽车、家电、服装等可贸易部门商品，在开放环境下价格由国际竞争决定，大体满足一价定理。理发、餐饮、出租车等服务业属于不可贸易部门，不会直接面临国际竞争，价格由国内供求关系决定，与一价定理无缘。

二是劳动力国际间不能流动，劳动力价格的国际差异不能通过劳动者迁徙的“套利行为”加以消除。但劳动者在国内不同行业与地区间可自由流动，类似素质的劳动力工资大体可比。

三是穷国富国劳动生产率差别主要存在于可贸易部门，如改革开放初期，日本汽车业劳动生产率比中国高几十倍。然而不可贸易部门生产率的国际差别则小得多，如餐馆服务员、出租车司机的劳动生产率甚至可以假设没有差别。

巴拉萨教授正是利用这几个简单条件解释了国际相对价格的差异。发达国家可贸易部门生产率比穷国高，工人均衡工资相应也就高。不可贸易部门工人生产率虽然并不高，然而由于国内劳动力市场具有流动性，他们也获得与可贸易部门工人可比的工资。两部门加权平均工资影响两部门加权平均价格即一般物价，因而发达国家物价比穷国高得多。

这个理论的反面锋芒，是一劳永逸地否定了简单用购买力平价作为市场均衡汇率基准的理论观点。市场均衡汇率主要由可贸易部门竞争力及其决定的国际收支状态所决定，不可贸易部门相对竞争力并不直接影响均衡汇率。如果按照购买力平价确定汇率，穷国货币通常会被高估。换言之，两个国家如果贫富差距悬殊，两国货币在开放环境下与国际收支大体均衡状态相联系的市场均衡汇率，会有规律地偏离一价定理决定的购买力平价。

不难把上述静态分析结论延伸推广到动态场合。既然生产率相对水平决定相对价格，那么假如在某个时期两国劳动生产率相对水平大幅变动，便会相应派生其相对价格变动。也就是说，经济追赶国家的可贸易部门生产率持续提升，会推动其本币实际汇率升值。如果两国通胀差异不大，追赶国本币汇率就存在名义升值压力。系统地观察“二战”后的国际经验，可见“这一理论假设对广泛的经济现象具有相当强的解释能力”，对认识新时期人民币汇率变化趋势具有借鉴意义。

但是，无法直接将巴拉萨效应搬到中国来解释人民币汇率现象。像其他场合一样，简单套用的教条主义做法必然劳而无功。最大的认识拦路虎在于如何解释：改革开放后中国经济一直持续追赶，但是人民币汇率一段时期却大幅贬值。需要在一般理论与我国具体现实结合方面多下一点儿工夫，才有望揭示隐含在人民币汇率特殊走势背后的真实规律。

巴拉萨效应的中国故事

巴拉萨效应为什么能够解释人民币汇率早先长期贬值，升值压力在10余年前才展开的现实？

从已经发表的文献来看，国内学界从巴拉萨效应的角度研究人民币汇率，是进入21世纪后比较晚近的事情。更重要的是，早期的有关研究观点较多认为巴拉萨效应不适于中国。要让巴拉萨效应这个理论在中国落地，还要解决一些认识难题。

国内较迟重视巴拉萨效应理论比较容易理解。巴拉萨效应直接解释国际相对价格差异，引申解释经济追赶国际货币的实际升值趋势。人民币早先长期贬值，升值压力在10余年前才渐次展开，此前解释升值问题的需要并不紧迫。另外，巴拉萨效应不属于有关领域经济学教科书普遍介绍的标准模型，早先国内学界对其了解与关注得比较有限。

2003年后，以巴拉萨效应为视角分析人民币汇率的观点与文献不断增多。在否定巴拉萨效应解释功能的意见中，两种观点影响较大。一是认为中国农民工工资长期不变，违背巴拉萨模型假设的劳动生产率与工资同步变动的条件；二是中国改革开放后经济一直高增长，然而本币汇率长期大幅贬值，因而模型不适用。乍听似乎言之成理，仔细考察后都需商榷。

“农民工工资长期不变”——专家学者、博士论文甚至高考政治课复习资料都这么说，然而仔细追踪其出处却来历不清。有鉴于此，我们2010年承担有关部门的就业研究课题，特意把整理农民工的工资时序数据作为子课题，广泛搜求并仔细梳理相关数据资料，发现改革时期中国农民工工资其实一直在增长，平均年增速约为9.7%。不同时

期的增速却有较大差异，如世纪之交前后宏观通缩特殊环境下的名义工资增速大幅下降，实际工资近乎停滞（参见拙文《中国农民工工资走势》，《中国社会科学》2012年第七期）。

巴拉萨教授的论文确实假设工资与劳动生产率同步增长，然而这只是为了方便阐述其中心分析思路而采用的技术性假设。中国工资几十年不变的说法不符合现实，退一步看即便农民工工资真的像刘易斯“农业零值劳动”假说那样长期不变，生产率追赶伴随的单位劳动成本降低也会推动名义汇率升值以实现实际升值，反而会增加对人民币汇率变动的解释作用。可见，以工资不变为依据否认巴拉萨效应的可借鉴性，在事实证据与分析逻辑上可能难以成立。

另一个质疑观点涉及的问题略微复杂一点。由于度量巴拉萨效应理论所要求的生产率相对增长指标往往面临数据困难，国外经验研究较多以人均GDP增速差异作为相对生产率变动的代理变量。质疑巴拉萨效应适用观点与这个权宜性计量方法有关：既然中国人均GDP一直持续相对增长，人民币持续贬值说明理论不适合中国。不过从以下两方面情况看，上述质疑观点同样由于理解过于机械而有失偏颇。

其一，计划体制下汇率高估与价格压抑，在市场化改革过程中逐步释放为汇率贬值压力。贬值部分原因提示了模型运用到中国的初始条件不同，并非理论本身不适用。

其二，20世纪80年代中国乡镇企业崛起，成为推动经济高速增长的“秘密武器”，这意味着要素在农业与非农业部门之间的转移配置对经济增长贡献大。改革开放冲破过去的二元结构壁垒，使得原先在农业部门低效配置的资源转移到效率较高的制造业等非农业部门，就足以推动经济高增长，并不注定需要制造业作为可贸易部门整体劳动生产率快速追赶。

笔者与刘鎏2007年发表拙文《我国两部门劳动生产率增长及国际比较》（《经济学季刊》第六卷第二期），借鉴任若恩教授、伍晓鹰教授等学者有关20世纪80年代中国部门增加值核算的重要成果，估算与巴拉萨效应理论要求一致的相对生产率指标时序数据，结果发现这个指标在改革开放最初10多年其实下降三成多，20世纪90年代中期才开始持续上升。相对生产率“先降后升”，从巴拉萨效应视角为“周小川猜测”提供了重要的经验支持。可见，对巴拉萨效应适用性第二点质疑的偏差，技术根源在于“理论变量与度量指标匹配失当”。

马克思说过，如果事物的表现形式和事物的本质会直接合二为一，一切科学就都成为多余的了。在研究人民币汇率问题时运用巴拉萨效应理论至少需注意两点：一是厘清巴拉萨效应倚重的相对生产率指标“先降后升”的经验事实；二是重视中国经济转型的初始条件与体制背景。澄清这些认识疑点后，人民币汇率长程演变轨迹，即呈现为“一个具有中国特色的巴拉萨效应故事”。

央行忙对冲

20世纪80年代和90年代，中国经济两次经历7年、年均增速超过11%的景气增长期，2002—2008年这7年年均增速再次超过11%。由于中国经济相对体量提升，第三轮高增长的全球影响不可同日而语。此外，前两次高增长人民币汇率趋势性贬值，新一轮景气增长则伴随升值趋势。

新一轮高增长期央行主要忙于对冲。前提性事实是持续“双顺差”导致外汇储备快速扩容。央行持有外汇资产从2002年的2.21万亿元增长到2004年的4.59万亿元，占央行总资产比例从43.2%增长到58.4%；到2008年增加到14.96万亿元，占总资产比重提升到72.3%。央行总资产从2002年的5.111万亿元增长到2008年的20.71万亿元，年均增长26.26%。

外汇资产迅猛扩张危及货币供给与宏观稳定。兹事体大，守土有责的央行采取组合措施应对。如央行从2004年秋季开始多次加息，把存贷款利率分别从2004年的1.98%和5.13%，提升到2008年年初的4.14%和7.47%。不过，受多方面条件制约，央行更倚重数量型工具。

用正回购或买断国债回笼货币通常是数量抑制性工具首选。而中国国债市场不发达，央行持有国债资产对比需对冲外汇资产不啻杯水车薪。央行务实应对，2002年下半年尝试发行短期债券即央票，回笼货币。此后一发不可收，央票余额到2007年8月超过4万亿元，2008年10月达到4.74万亿元。

转型期各类窗口指导措施，对实现信贷增长率等调控指标也有助力，不过由其性质决定，一般难以量化评估这个数量取向工具的影响。对冲的主力工具是准备金率。2003年9月，央行将银行准备金率从

6%提升到7%，2004年4月提到7.5%。从2006年7月到2008年6月两年间，央行连续18次提高存准率，使其达到17.5%的空前水平。

这些大概就是后来周小川行长所言“池子论”的主要内容。给定货币当局增持天量储备资产，有助于缓解或调节国内货币供给过度扩张压力的数量措施，都具有“池子”含义。从货币乘数角度看，“池子”发挥蓄积或截留货币的功能，通过调减广义货币乘数约束外汇资产飙升的货币扩张效应。据粗略估算，中国广义货币乘数从2002—2003年超过5的相对高位，至2007—2008年下降到4左右。

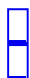
外部不平衡导致储备资产扩张，央行主要采用数量工具应对，这个政策机制在2004年通胀初起时已然成型，2007—2008年通胀高潮时全面展开。对冲措施在为开放高增长维持大体稳定的货币金融环境方面做出了贡献，总体上显然正确与成功。不过回望历史也看到，“价格没搞对，货币难管好”，依靠短期对冲操作应对趋势性失衡难免困难与纠结。

倚重数量工具在客观上会加强货币金融系统偏离市场均衡的结构因素，增添市场化改革困难。外部失衡环境下，利率难以充分发挥作用，反而要加强数量控制作为替代手段；高存准率管制与非对称利率管制作为隐含对价条件，使银行高度依赖利差的经营模式难以根本改变；政策性高稳定利差环境下，银行准入壁垒管制难以根本改革与破除。

对冲无法完全消除货币超量扩张与通胀，管制利率下间歇式通胀会导致负利率并侵蚀居民收入。用消费物价指数这个低估通胀指标衡量，2003年11月到2005年3月经历一年半负利率，负利率月度简单均值为-1.45%；2007年2月到2008年10月出现21个月的CPI（居民消费价格指数）负利率，负利率均值约-1.95%。假定自然利率对应2%的实际利率，结合城乡居民储蓄存款数据，两次负利率估计使城乡居民收入分别减少2400亿元与4680亿元。

对金融结构演化也有不利影响。新时期金融结构快速变动：本外币存款相对比重快速下降，债券、委托与信托贷款、票据融资等相对重要性大幅提升。市场发展与投融资需求多样化要求改变过于依赖银行信贷的融资结构。上述演变有积极意义，然而金融压抑诱致扭曲性金融创新的影响也不可忽视。一段时期雨后春笋般兴起的各类理财产品，在设计营销上不同程度地暴露了规范不够甚至违规失序问题，与宏观失衡环境诱发金融创新走偏也有联系。

21世纪初，中国央行异乎寻常的对冲实践具有认识价值。在汇率利率宏观相对价格难以灵活调节并偏离均衡的背景下，巴拉萨效应派生持续顺差失衡对货币政策提出挑战。无疑应果断对冲，防范央行过量储备资产溢出传导为货币失控与恶性通胀。然而治本之策仍在深化汇率利率形成机制的市场化改革，实现中共十八届三中全会确定的健全科学宏调体系目标。



第二部分 通胀通缩变奏曲

第五章 通缩幻觉缘何成主流

通胀前的通缩幻觉

2006年，宏观经济即将进入较严重的过热与通胀前夕，不少专家不约而同地表达通缩担忧，或许不完全是宏观经济预测经常发生的随机误差现象。

2004年，政府用超常宏调举措压投资很快收效，投资月度增速从2004年年初40%上下的超高水平，近乎垂直地降落到5~6月的11%~12%，引发了当时宏观分析人士对投资增长失速的忧虑。此后一年多经济增速相对走缓，2005年GDP的季度增长率回落到9.4%~9.9%，消费物价增速也从2004年的3.9%回落到2005年的1.8%。

不过，2004年的宏调风暴未能根治通胀。由于以生产率快速追赶为标志的基本面条件继续存在，土地财政、地方竞争等体制特征因素仍然延续，汇率、利率扭曲助推的货币扩张机制也没有实质性改变，开放宏观经济运行“易热难冷”效应不久就重新发力，在2006—2007年逐步把经济过热与通胀推向高潮。

新一轮过热与通胀的多重表现中，有的与早先经济周期扩张阶段具有较多的类似性，可称为常规过热表现；也有一些与新时期开放宏观经济的内外具体状态相联系，显示出鲜明的特征性。

依据2007年与2008年年初的官方统计公报，2006年与2007年GDP增长率分别为10.7%和11.4%，显示经济增速相当快。后来，统计部门提供GDP修正值显示，这两年经济增长率实际分别为12.7%与14.2%，比已

然偏快的初报值分别高出2个和2.8个百分点，显示经济明显过热。纵观30多年改革开放时期的整体情况，这两年累计增幅是除1984—1985年与1992—1993年之外的第三个峰值。

与此同时，消费物价水平逐步上升。CPI月度同比增长率从2006年年初的不到2%，温和上升到2007年年初的3%上下，到2008年年初迅速上升至8%以上，高于2004年通胀达到的5.3%最高值。零售物价指数2005年不到1%，逐步回升之后，到2008年年初超过8%。后面将讨论，在生产率快速追赶的背景下，零售物价与消费物价在衡量通胀方面应属低估性的有偏指标。

资产价格飙升是新一轮通胀的特征表现之一。上证指数从2005年6月的998点飙升到2007年10月的6124点峰值，两年多的涨幅十分巨大。2003—2004年，上海、深圳等少数大城市以及温州这样的金融活跃城市房价已较快上涨。2006年前后，房价上涨浪潮快速蔓延到北京等其他一线城市，继而延伸到二线城市，形成房价普遍上涨与局部飙升的局面。

顺差失衡是又一重要特征表现。季度贸易顺差在2005年四季度达到336亿美元的创纪录水平，2006年与2007年四季度更是分别飙升到668亿美元和761亿美元。年度顺差额从2005年的1021亿美元，飙升到2006年的1775亿美元与2007年的2620亿美元。2007年贸易顺差增量相当于使本已偏热的经济增速加码2.43个百分点。过热、通胀是描述2006—2007年宏观经济态势的关键词，然而值得一提的是，这轮通胀来袭时，学界更多担忧的是通缩压力将至。2006年年初学界讨论宏观经济走势，“通缩派观点显然占据上风”，与后来的实际情况形成反差。

如2006年1月某重要宏观研究机构发布主题为《今年中国经济面临通缩考验》的报告，认为随着钢铁、水泥、汽车等行业出现供应过剩，中国经济可能正面临通货紧缩的威胁。报告“考验中国经济的难

题”章节，对通缩的论述占了近一半篇幅，被媒体评论为“似乎验证了各方对于通缩的微妙共识”。通缩风险在2005年下半年已是学界讨论较多的问题。记得在2005年三季度“CCER（北京大学中国经济研究中心）中国经济观察”报告会上，演讲嘉宾不同程度地表达了担忧发生通缩的观点，媒体夸张地报道为“四专家唱‘通货紧缩’之歌，开不同需求‘药方’”。

2005年11月底，新华社记者报道，提出中国经济“正在面临生产能力过剩的风险，逐渐增强的通缩压力已构成重大挑战”。

未来是不确定的，经济预测本有试错性，对短期宏观预测偏差无须大惊小怪。不过像2006年年初那样，在宏观经济即将进入较为严重的过热与通胀前夕，不少宏观经济专家不约而同地表达通缩担忧，或许不完全是宏观预测经常发生的随机误差现象。如何看待通缩，是宏观经济分析的重要问题。

辨识通缩

如采用GDP平减指数识别，2005年和2006年显然没有通货紧缩，自然不会发生2006年年初的判断偏差。

2006—2007年通胀渐起前夕，学界流行观点反倒担忧通缩。从当时情况看，通缩论流行或许主要有两方面原因。

第一，2005年少数宏观指标增速回调，人们担心持续走低会步入通缩；另外，零售物价指数（RPI）增速从2005年二季度到2006年一季度低于1%，2005年9月零增长，以零售物价指数做通缩判定指标，自然担忧甚至认为技术上已进入通缩。

第二，2005年上半年投资增长率不到20%，不过下半年便较快回升。比较突出的现象是信贷增速从2005年下半年到2006年一季度处于10%左右的较低水平，尽管当时广义货币仍维持15%上下的不低增速，但信贷增速乏力可能对宏观分析带来看空效应。其时2004年宏调冲击过去不久，人们对新一轮景气的强韧度仍在观察中，短期预测发生偏差并不奇怪。

基于零售物价指数的判断涉及通缩识别方法。用零售物价指数做识别指标，好处是清晰简便。不过，从通缩的概念内涵要求看，仅用个别对象范围有限的统计指标识别通缩可能存在问题。

通货紧缩本来的含义指货币收缩。依据对“de.ation”（通缩）的词源学解释：“de.ate”表示“release of air”（空气漏减），加上后缀“ion”构词，特指货币方面现象。然而，主要发达国家20世纪30年代前后脱离金本位，货币扩张成常态现象，哪里还有货币量减少？因而现代经济学教科书一般从物价角度定义通缩概念。

例如，萨缪尔森《经济学》一书把通缩定义为“一般价格下降”现象，其他流行教科书有关定义也大同小异。当然，研究文献定义通缩不乏将物价下降与货币量增速下降以及经济衰退联系起来。如研究世纪之交国内的通缩现象，易纲教授把通缩定义为“物价水平的持续下降和货币供应量的持续下降”，并“通常伴随着经济衰退”，简称“两个特征，一个伴随”。

通缩是宏观现象，物价识别指标自然不应是粮棉或彩电之类的个别物品价格，甚至也不应是表示特定部门或统计对象外延有限的价格指数，而应是覆盖面足够广的物价指标。在经济发展过程中，尤其对中国这样高增长伴随结构快速嬗变的经济体，国民经济不同部门与不同的“板块”之间的相对价格，会因应需求面与供给面条件的变动而发生不断的动态调整，实现这类调整的特定物价指数变动不宜被解读为通货紧缩。

例如，中国经济调整过程中，工业品生产者价格指数（PPI）从2012年3月起经历负增长。2013年上半年PPI负增长2.2%，其中生产资料PPI下降3%，采掘和原料PPI降幅最大，分别下降6.9%和3.7%。不过生活资料PPI仍录得0.4%的正增长，衣着PPI还上涨1.3%。采掘和原料等PPI下降确会带来困难，不过相当程度上是对早先宏观景气时期原料能源部门快速扩张与价格上升的回调，客观上也有其合理性。

由于讨论通货膨胀时通常采用消费物价指数（CPI）等，因而用RPI或CPI识别通货紧缩似乎顺理成章。不过稍加思索可知，通胀选用消费物价指数背后的逻辑，恰恰质疑用这类指数识别通缩的适当性。

用CPI和RPI这类以典型家庭一篮子支出构成或消费者购买对象构造的价格指数来衡量通胀，是因为它们便于直接显示在居民名义收入不变假设下一般物价上涨对家庭部门的负面影响，其隐含逻辑是特别关注和保护居民收入的实际购买力与经济福利。然而，在给定名义收入前提下发生通缩则提升了给定居民收入的实际购买力，因而用消费

物价识别通缩的目标取向、政策含义与通胀场合正好相反。这样分析并非主张应人为制造通缩来提高居民实际收入，而是说即便接受消费类物价指数作为识别通胀指标，也不能将这一方法简单延伸到通缩识别场合。

衡量通缩比较适当的指标还是GDP平减指数。GDP平减指数涵盖国内生产总值的所有对象，是针对当期产出或在流量意义上外延最宽的隐含价格指数，可避免其他口径范围较为有限的价格指数的内在局限。

如采用平减指数识别，2005年和2006年该指数值分别是3.9%和3.8%，显然没有通货紧缩，自然不会发生2006年年初的判断偏差。

即便某个适当的价格指数显示一般物价下降，由此认定的通缩是否注定不好，是否一定应实施宏调政策应对与消除，仍需分析导致通缩的具体原因，区分对待。区分好坏两类通缩，对科学认识生产率快速追赶阶段的开放宏观经济表现，在学理常识和现实政策方面都有积极意义。

好坏两通缩

一般印象中，通货紧缩是贬义词。通缩使人联想到需求不振、失业加剧、经济衰退、“债务—通缩螺旋”，等等。治理通缩需政府出手，因而通货紧缩诊断书等于刺激政策邀请信。

这些印象虽有道理，却都是针对消极通缩或“坏”通缩而言，历史与现实中还有另一类与生产率进步冲击相联系的“良性”通缩。

逻辑上，通缩会有一些大体确定的影响。例如，在特定债务关系的合约期内，发生通缩对债权方有利而对欠债方不利。就企业投资而言，很多合同性支出发生在产品销售之前，其间发生通缩会降低可盈利性。由于名义利率不能低于零，深度通缩会导致实际利率过高从而抑制投资。不过对这些影响的好坏评估，取决于导致或伴随通缩的经济原因与宏观环境差异。

总需求收缩派生的通缩较多地有消极通缩的性质。应对总需求收缩，需提振消费和投资，这时通缩抑制负债与投资效应会掣肘反周期调节。周期性衰退也能带来通缩，而资产负债表危机环境下通缩尤其难治理，20世纪30年代前后，西方经济萧条是这类通缩的经典案例。美国经济学家费雪教授1933年分析当时债务与通缩的关系时揭示债务—通缩螺旋的风险，说明与严重资产负债表危机相联系的通缩可能发展成恶性通缩。

中国经济运行只有在世纪之交时较为接近消极通缩的情况。原因在于当时宏观经济下行周期调整，叠加上两方面与体制转型相联系的存量调整。一是银行部门剥离多年积累的坏账向现代银行体制转轨；二是大范围国企改制重组向现代企业制度转轨。两方面改革从长期看

都难以避免，不过客观上会释放收缩效应，导致1998—1999年比较困难的通缩形势。由独特原因决定，这次通缩是特例而非常态。

可见，即便在消极通缩的场合，通缩也不是问题的本源起因，存量调整针对的各种结构性问题才是实质根源所在。中国1998年通缩根植于早先的经济体制弊端。西方20世纪30年代经济萧条与通缩，除当时应对政策有偏外，早先过度的负债失衡与资产泡沫难辞其咎。实行稳健的货币政策，加强金融机构资产负债表监管，避免过度负债与资产泡沫，是防范恶性通缩的要旨。当然，如发生恶性通缩，好比病人患肺炎时需救治一样，政府需适当干预调节。

与总需求萎缩造成的消极通缩不同，生产率进步派生的通缩则是良性通缩。用经济学总供求的框架看，生产率进步推动总供给线向右下方较快移动，一般物价由于总供给扩张超过与充分就业相联系的总需求增速出现零增长甚至负增长。这时经济在较快增长，就业也在扩大，宏观经济总体合意，通缩是经济整体运行的一个有机构成部分。美国佐治亚大学舍尔金教授发表《恳求温和通缩》一文，对指责通缩的几方面理由逐一分析，说明与生产率进步相联系的温和通缩是好事而不是坏事。

19世纪后期金本位制度下欧美国家经历的通缩，是近代经济史上“有通缩无萧条”（de.ation without depression）的典型实例。19世纪60~80年代全球黄金产量没有显著增长，基础货币扩张受到抑制，然而欧美经济经历繁荣增长。如19世纪末叶美国经济年均增长近4%，消费物价指数下降一半左右，GDP平减指数也大幅下降。2004年，美国罗格斯大学博德教授与合作者发表题为《好通缩与坏通缩》的论文，研究发现当时通缩主要是由正向供给冲击引起的良性通缩。

中国改革开放时期经历前所未有的生产率追赶。1978—2012年，用实际产出和劳动力总量衡量的广义劳动生产率增长约12倍，年均增长约7.6%。用更适用于开放经济分析的两部门视角观察，作为可贸易

部门代表的制造业劳动生产率增长呈现先慢后快的特点：改革开放最初15年年均增速只有3.5%左右，随后15年跃升到年均12%上下。给定生产率追赶的背景，中国即便发生通缩也应更多类似于19世纪下半叶美国经济崛起时期的良性通缩。

由于纸币制度与金本位货币制的约束条件不同，当代中国生产率快速追赶并未像美国19世纪末叶那样经历长期通缩。即便在世纪之交存量改革突破伴随特殊通缩的形势下，中国总需求仍保持7%上下的增长率。做到这一点，当时政府实行拉动内需的政策有积极贡献，深层根源则是得益于生产率追赶时代的客观优势。

2006年年初的学界通缩忧思，即便当时真的发生通缩也更可能属于良性通缩，无须宏调政策大动干戈专门应对。

通缩思潮回归

通缩不仅是中国宏观经济讨论关注的问题，更是晚近时期国际经济学界思潮演变的关键词。20世纪末，通缩将至与萧条经济学回归的观点在美国流行；21世纪初，国际货币基金组织（IMF）高调发表通缩专题报告，强调世界经济面临显著通缩风险。对通缩的忧思危言，助推美联储过于宽松的货币政策，对房地产与次债泡沫推波助澜。资产泡沫破灭引爆金融危机，欧美经济2009年惊现深度衰退与温和通缩，一连串事件构成“思潮—政策—危机”的诡异“预言自我实现”过程。

从经济思想史看，20世纪30年代初的大危机是通缩认识的分水岭。早年经济学家一般认为物价下降由多种原因引起，并非洪水猛兽。然而大萧条后学界形成通缩等于萧条的教条认识，对后来的通缩认知产生深远影响。不过，“二战”后半个世纪，发达国家宏观经济持续面临通货膨胀困扰，“通缩等于萧条”的认识除表现为教科书讨论通胀时偶尔提到“通缩会更可怕”之类的词语，还不至于有很大的现实政策影响。

20世纪90年代的国际经济形势演变，使通缩思维在国际经济学界重趋活跃，随后对政策产生重要影响。首先是日本经济20世纪90年代中后期增长失速，出现多年物价零增长与负增长，激活了经济学界对通缩与流动性陷阱的讨论。20世纪末爆发了东亚金融危机，部分东亚国家经济短期深度衰退，中国经济也面临通缩困难，增加了学界对通缩的研究兴趣。21世纪初，全球物价涨速回落，美国经济复苏乏力，通缩是主要危险一时成为主流观点，对美联储危机前的宽松货币政策提供了微妙的分析支持。

20世纪末，美国两本财经畅销书问世，是通缩思潮回归的醒目标志。1998年，美国华尔街经济学家西林博士出版《通货紧缩》一书，系统讨论“通缩为什么到来？它是福还是祸？它怎样影响投资、工商活动与个人理财？”该书宣称“通货紧缩已经出现，而不仅仅是一种可能”。不过，该书作者采取了区分良性与恶性通缩的合理分析思路，认为“正在到来的通货紧缩可能是好事，而不是坏事”。

作者列举导致通缩的14条原因，事后看有的比较符合现实，有的则与实际情况偏差大。如认为“高新技术将降低成本并提高生产率”“放松管制降低价格”“全球实行市场经济制度导致供给增加”等，与实际情况比较接近，与作者良性通缩判断逻辑上具有一致性。有的判断则与事实出入大：如认为西方主要国家政府支出和赤字将下降，美国人将从举债消费转而储蓄以及美国经常账户赤字将减少，等等。一些结构变量预测与实际情况南辕北辙，通缩预测失准就不奇怪了。

1999年，美国经济学家克鲁格曼教授出版《萧条经济学的回归》一书，对当时的经济形势描绘出了更为严峻的图景。该书描述20世纪90年代发生的墨西哥金融危机、日本资产泡沫破灭后经济衰退、东南亚金融危机等国际经济重要事件，提出当时经济面临“大衰退”的判断。作者甚至认为，“对我来说，将它与大萧条相对比是完全可行的”。萧条虽未降临，“萧条经济学”已经回归。

1998年和1999年世界经济增长率分别为2.6%和3.6%，CPI增长率分别为5.6%和5.4%，是否处于“大衰退”有待探讨。阅读全书不难看出，克鲁格曼教授是要向世人推荐在他看来已被忽视过久的凯恩斯政策议程。他写道：“两代人以来，宏观经济需求管理方面第一次出现问题。”按照他信奉的“凯恩斯契约”，当时全球经济“所有的问题都一针见血地涉及需求不足”。“如何增加需求，以便充分利用经济的生产能力，已经是一个至关重要的问题了。萧条经济学又回来了。”

与该书相呼应的是克鲁格曼1998年发表的分析日本经济流动性陷阱问题的论文。该论文为日本人开出了治理通缩的药方：日本央行把稳定物价承诺改为长期通胀目标承诺，“未来15年持续保持4%的通胀率”。这个取名为央行“可信承诺不负责任”的政策思路，显然是近年发达国家货币量化宽松的滥觞。他当时推荐给欧美国家“最好的预防措施是，趁情况还好的时候，不要让通胀降到太低的水平”。

1998年克鲁格曼提出“可信承诺不负责任”的高论主要针对日本经济，对欧美发生通缩的前景仅在假设意义上分析。他的观点一经提出，美国学界评论意见毁誉参半且质疑居多。然而，随着经济形势演变，几年后IMF与美联储也加入通缩大合唱，构成影响金融危机前美国宽松货币政策选择的重要因素之一。

通缩思潮缘何成主流

20世纪末，美国通缩思潮回归，主要表现为少数学者和评论者的意见，针对日本经济疲软与东亚危机形势而发。1998年通缩议论乍起，著名经济学家弗里德曼教授坚持认为通胀是美国经济的长期危险，格林斯潘也表示一般价格下降“不是近期的主要危险”，主流观点并不担心欧美遭遇通缩现实风险。然而三五年后，边缘性通缩忧思快速蔓延，发展成主流思潮。

这件事值得插入略加申述。通缩悲观论助推2003年美联储进一步放松本已非常宽松的货币政策，与万一发生通缩美联储会不顾一切救市的承诺呼应，构成金融危机“完美风暴组合因素”的关键货币环境条件。回头看得清楚：美国宏调部门对中国等新兴国生产率追赶重视不够或误读偏判，在通缩思潮氛围下受认识教条主义与政策机会主义的影响大手松货币，不仅使美国经济遭遇重大挫折，也深刻改变了中国开放宏观经济运行的外部环境。

2000年年初，美国互联网泡沫破灭，GDP增长率从4.1%跌落到次年的1%。美国政府紧急救市：美联储自2000年年底开始一年内将基准利率从6.5%降到1.75%，2002年11月降到1.25%。布什政府又力推1.35万亿美元减税计划，并于2001年夏季在国会获准。随着刺激政策实施，美国GDP增长率2002年和2003年分别回升到1.8%和2.8%，CPI增长率从2001年的2.8%回落到2002年的1.6%，但2003年回升到2.3%。

经济濒临衰退而且复苏乏力，使几年前美国边缘性的通缩忧思快速蔓延发展为主流思潮。2001年，包括《华盛顿邮报》、《华尔街日报》、布鲁金斯协会刊物等权威媒体纷纷发表文章，聚焦“通缩幽

灵”“通缩魔怪复活”等主题，分析“为什么我们应害怕通缩”，讨论如何“击败通缩”。

此后通缩悲观主义在大西洋两岸进一步发酵。如2002年8月英国《金融时报》预测随着GDP负缺口扩大，2004年夏季美国将与日本一样落入通缩状态。英国《经济学人》杂志2002年秋季连续刊发评论：9月文章认为“世界经济面临的最大风险可能是通缩”；10月更以《通缩危险》为封面文章，强调与过去几十年通胀是发达国家经济“怪兽”不同，目前通缩“或已成为更为严重的威胁”。该文引用IMF和美联储的研究结果指出，“如果央行把通胀目标定在2%以下，通缩风险将引人注目地增长”。

IMF高调提示与宣扬通缩风险，是通缩思潮晋升主流的重要标志之一。2003年年初，IMF研究部专家发表题为《如何应对流动性陷阱下的通缩：承诺不负责任》的报告，对克鲁格曼教授1998年分析日本通缩时提出的“可信承诺不负责任”的观点进行模型和技术阐述。报告主张政府可通过购买股票、外汇资产等超常手段，引导公众转变通缩预期以实现“承诺不负责任”目标。

2003年IMF跨部门研究组发表题为《通货紧缩：决定因素、风险和政策选择》的报告，系统阐述IMF的官方观点。报告虽开宗明义区分两类通缩：一类是需求萎缩导致；另一类是供给面因素导致并伴随产出增长，但认为“通缩很少是良性的”，提出“很多国家发生通缩可能性相当高，并且发生概率在过去几年呈上升趋势”。

虽未发现全球普遍发生通缩的有力支持证据，报告仍认为“很多发达国家和新兴经济体遭遇通缩脆弱性的风险明显上升”，强调实施强有力政策措施防范通缩的重要性。报告认为通缩危害大于通胀，因而风险具有不对称性，宏观政策尤其是货币政策不应等到通缩出现才出手，而应在通胀率走低的环境下就应采取“事先防范甚或积极攻势

行动”，包括不要把通胀压抑过低从而保留“缓冲区间”作为应对通缩的“保险”机制。

通缩发生后，名义利率零值边界限制会使货币政策传导机制受阻，IMF认为这时更需采取量化宽松性质的超常政策措施（additional unorthodox measures），包括由央行宣布长期零利率，购买长期国债，扩大接受银行贷款抵押品的种类范围，等等。可见，通缩观点在几年前美国学界讨论时多少具有异端性质，彼时则被IMF近乎全盘接受。

21世纪初，西方通缩思潮自有精巧的技术表达与复杂的思想源流，然而其两点政策含义简单鲜明：一是已面临通缩形势的经济体应毫不犹豫采用超常量化宽松政策治理；二是通胀速度下降（disin.ational）到一定区间的经济体，则应果断实施更为宽松的政策以防范通缩。接受通缩思潮逻辑，意味着2003年美国宏调政策或许有必要进一步加大刺激剂量，这将对美联储主政者提出一道棘手难题。

何故大手松货币

2007年的美国资产泡沫危机与美联储早先的激进货币政策有无关联？答案一目了然。

美联储主席伯南克2010年在国会听证时细陈危机原因，对私营部门风险管理松弛、杠杆率过高与“大而不能倒”等因素助推危机进行条分缕析，刀刀见血，然而对货币政策的影响则出语含混。其实后者关乎宏观环境，前者涉及微观行为，对促成危机“一个也不能少”。伯南克代表美联储，谈到自身对危机的“贡献”比较“谦虚”也情有可原。

21世纪初，互联网泡沫破灭，美国经济落入衰退边缘，美联储降息应属常理。问题在于降息幅度偏大，尤其是2002—2003年美国经济已温和复苏，美联储却分别在2002年11月和2003年6月两次追加降息，把政策利率从本已很低的1.75%先后打压到1.25%和1%的超低水平。如果说用猛药治急病还能说得过去，试图服用激素强身健体则有悖常理。

其实，美联储对银根过松可能带来的问题心知肚明。如前美联储主席格林斯潘早年在《金本位与经济自由》一文中曾尖锐指出：“联邦储备委员会注入经济的超额信用已经溢出并流入股市中，引发一轮疯狂的投资狂潮。”伯南克与合作者1999年的论文也讨论过信贷过度扩张可能推高资产价格泡沫，尽管该文坚持货币政策盯住流量通胀指标即可。既然明知风险，为何仍大手松货币？

答案是要预防通货紧缩。阅读美联储联邦公开市场委员会（FOMC）的例会实录，可见2002年和2003年两次讨论激进降息方案时，美联储高官普遍对将会发生通缩的前景忧心忡忡。2002年11月的

FOMC例会上，格林斯潘指出：“我们正面临潜在通缩类型的经济”，“这是相当可怕因而无疑应尽力避免的前景”。同年9月FOMC例会实录记载，伯南克强调：“先发制人打击策略在针对发生通缩方面的力度应不小于针对通胀的力度。”

2002年11月底，担任美联储理事不久的伯南克教授发表题为“确保通缩不在这里发生”的著名演讲。他强调预防通缩要旨是放松银根以“保持一个显著正通胀”。治理通缩则可由政府无成本印制美钞，类似于金本位下“发明一种无成本生产无限量黄金的方法”以推高名义支出与通胀。这次演讲被评论为美联储高官对通缩“所做的最为重要的一次讲话”，给他带来“直升机-本”和“印钞机-本”的昵称，也预示后来的量宽政策基本思路。日本经济表现是通缩恐惧的重要现实认识根源。2002年6月，美联储发布名为《预防通货紧缩：20世纪90年代日本的经验教训》的讨论报告，指出：“我们已从日本经验中学到一个教训，就是当通胀率和利率下跌到接近零水平时，通货紧缩风险就会很高，货币与财政刺激措施都应超过传统政策基准方案所显示的水平。”

事实证明美联储当时对通缩存在误判。2008年《华尔街日报》一篇评论指出：当时美联储高官要极力应对的通缩，其实后来从未发生。今天我们还可以加一句：美国经济2009年确实发生CPI负增长0.45%，然而这次温和通缩正是早先防通缩政策助长资产泡沫的后果。事情有点吊诡，看起来简直有点像一些朋友爱听的阴谋论故事。

2003年5月初，FOMC认为“2003年初核心通胀超预期小增幅和实际经济活动低于预期表现，现实存在通胀减速（disin.ation）可能转变为全面通缩的风险”，于是考虑进一步调低1.25%的政策利率。虽然少数委员对于通缩是否那么可怕持保留意见，但大部分委员强调通缩风险，赞同再次降息。伯南克先生强调通缩和通胀“损失函数”具有不

对称性，发生偏差导致1个百分点通缩的损失函数要远远大于导致等值通胀的损失。

与CPI比较的美国政策利率从2001年11月到2005年8月一直处于负利率状态，即便用核心CPI衡量，2003年3月到次年年底也一直保持实际负利率，用常规泰勒规则衡量，从2001年年底到2006年年底美国政策利率长期偏低，可见这次误判在事前和事中都有表现。美国房价2002年增幅在5%以上，2003年前两个季度回落到略高于4%，6月底美联储把利率降到1%后，房价很快反弹到8%以上，可见激进货币政策对房价泡沫火上浇油。

银根过宽可能带来被美国经济学家弗里德曼教授警告的“货币的祸害”。“铸错空糜六州铁，补鞋不似两钱锥”，说的是中国西汉末期王莽新朝，曾大量铸造形制精湛然而币值虚高的“金错钱”，导致通货膨胀和物价高涨。美联储2002—2003年的激进货币政策历史条件完全不同，然而本质上也包含一国货币管理走偏可能“铸成大错”的教训。

反思通缩恐惧

经济学教科书把一般物价持续上升称为通货膨胀，一般物价下降则被称为通货紧缩。“二战”后半个世纪，全球经济主要被间歇性通胀困扰。然而，过去20年前后情势大变：日本与欧美先后发生通货紧缩，中国也多次面临通缩压力，如何看待通缩，成为全球主要经济体经常面对的重大现实问题。

美国经济学界重视分析通货紧缩与20世纪大萧条有关。从早年费雪教授的“债务—通缩”学说到当代伯南克教授的“金融加速器”模型，都着力分析“通缩自我强化”效应如何使经济锁定在萧条状态。这方面理论成功与经济大势演变，在不知不觉中形成一种流行观念：似乎任何一种物价下降都具有导向恶性通缩的内在趋势，甚至有理由在通缩尚未出现时就实施激进宽松政策加以防范。

西方经济学界把大萧条看作获取理论灵感的“圣杯”，有其合理性，“费雪—伯南克”命题也有重要学术价值，然而任何理论运用都应关照其假说形成的背景环境。如果脱离大萧条独特的历史条件，认为任何物价下降都是导向大萧条的表征，不惜实施负面作用明显的过度激进宽松政策，认识上或有教条化偏颇，实践上也可能事与愿违。本文初步梳理当代美国、日本、中国的四个通缩案例，对通缩恐惧思潮提出反思与探讨。

美国通缩恐惧弄巧成拙

2000年互联网泡沫破灭，使美国经济面临危机，美联储10多次降息较快扭转经济衰退走势。然而，在中国、印度等新兴经济体开始快速追赶的背景下，美国经济面临两方面“合理不合意”状态：一是经

济增长和就业回升较弱，二是物价增长也在较低位徘徊。上述形势下，20世纪末出现的通缩忧思蔓延发展，很快成为社会主流思潮并左右美国决策。

2002年6月，美联储发布了一份预防通缩的研究报告，强调“从日本的经验中学到一个教训，就是当通货膨胀率和利率下跌到接近于零水平时，通货紧缩风险就会很高，货币与财政刺激措施都应超过传统政策基准方案所显示的水平”。2002年11月，格林斯潘指出，“我们正面临潜在通缩类型的经济”，“这是相当可怕因而无疑应尽力避免的前景”。

2002年11月底，担任美联储理事不久的伯南克发表演说，全面阐述准备采用超常手段应对通缩的政策选择思路。他认为，几乎所有通缩都由需求崩溃导致，并带来衰退和失业率加剧等恶性通缩风险。他主张实施足够宽松的货币政策，保持一个显著正通胀以提供缓冲区。他认为，政府拥有类似于无成本制造黄金那样通过印制纸币增加名义支出和推高通胀的能力，实际操作则可通过扩大资产购买数量和种类范围、向银行提供低利率贷款实现上述目标。

美联储预防通缩的更直接政策举措，是进一步压低本已偏低的基准利率。美国基准利率从2000年夏季的6.55%降到2002年年初的1.75%，用CPI调整实际利率从4%左右降到-1%。2002年年底，实际利率仍为-0.5%左右，然而美联储进一步把基准利率降到1.25%。2003年6月实际利率为-1.92%，美联储又把基准利率降到1%。此后维持一整年约为2个百分点的负利率，2004年6月，CPI增速达3.27%时才把利率提到1.25%。

当时美国经济正滋生“二战”后最大的资产泡沫。泡沫破灭直接引爆的金融危机，当然是由诸多因素共同作用“凑合”而成的“完美风暴”，不应简单用单个因素解释。讨论较多的金融监管松弛与市场

过度投机因素难辞其咎，认为全球储蓄过剩有影响也不无道理。另外，激进宽松货币政策的助推作用也不容忽视。

首先，人为负利率对房地产市场泡沫产生诱致作用。研究美国利率、房价、房地产投资长期数据关系，不难看出这一点。

其次，美联储高估通缩风险，不断强调准备采用超宽松政策应对通缩，明确传达未来一段时期救市托市的政策承诺与指引，对市场机构“贪婪”地创造高风险资产套利在客观上也会有激活与鼓励作用。

最后，通缩恐惧与金融监管松弛也有微妙联系。美联储作为重要金融监管机构之一，其监管职能的发挥实际上难以完全独立于它对形势的判断与政策取向。在一个机构认定经济面临通缩与严重衰退前景并实施超常宽松刺激措施的情势下，指望它同时切实有效地加强金融监管以控制信用过度扩张风险，二者其实存在兼容方面的困难。

美国21世纪初的通缩恐惧案例逻辑是：为防范恶性通缩，实施超常刺激政策，客观上助推了资产泡沫与资产负债表危机，诱致原本意欲防范的恶性通缩成为现实可能。教训在于，不仅要重视应对“恶性通缩自我强化”效应，还要小心落入“恶性通缩自我实现”的陷阱。

日本“通缩—萧条”的神话

“二战”后日本重启经济追赶并取得成功，但在20世纪90年代经济增速下降并伴随物价在零值上下波动。1991—2014年，日本经济实际年均增速不到1%，名义GDP从2000年的511.5万亿日元下降到2014年的480万亿日元。评论认为，20世纪90年代是日本经济“失去的十年”，后又评论是“失去的二十年”，最近又有“第三个失去的十年”之说。

日本经济减速与通缩结伴而行，使通缩恐惧论者终于找到一个现实重要案例。克鲁格曼教授20世纪末预言“萧条经济学的回归”，就以日本当代经济表现作为主要经验对象。20世纪末，美欧通缩恐惧思潮出现并随后流行，相当大程度借助于对日本故事的解读。在媒体评论中，日本更是经常被随手拈来地援引为通缩导致长期衰退的标本。

然而，观察日本实际情况，并未出现民不聊生、社会动荡与激进革命一触即发的危机景象，与通缩恐惧论预设的大萧条状态相距甚远。日本经济确实存在过度债务等诸多问题，然而总体看仍属发达富足，百姓生活殷实，生态环境良好，社会也比较稳定。2009年，日本央行就民众对通缩态度进行一次民意调查，44%的受访者竟然认为通缩“很好”，35%的人感觉通缩不好也不坏，认为通缩“不好”的只有20.7%。

过去20多年日本经济的表现，与其说是通缩锁定作用导致“失去N年”，还不如看作是日本完成追赶后进入“低增长稳态”的合规律现象。日本经济减速发生在人均收入等基本指标超过美国之后：以美元衡量的日本人均收入从1960年的469美元增长到1995年的3.69万美元，1987年第一次超过美国，1995年甚至达到美国的1.52倍。日本问题的症结在于，进入全球技术产业前沿后，由于自身深层结构特点导致相对竞争力缺乏，经济增速在发达国家中也名落孙山。

处于追赶期的新兴经济体与发达经济体，长期潜在增速及其实现机制都存在实质性差异。后进国家能借鉴发达国家产业结构演进信息，借助后发优势实现较快技术进步和人力资本积累，为经济快速增长提供动力。发达国家更需依托产业技术前沿发明创新支持增长。由于前沿技术进步面临更多不确定性，有效技术进步发生较慢并且成本较高，其潜在增速也比较低。

处在全球产业技术前沿的发达国家要保持较快增长，需要一流大学与科研机构提供原生性科技研发成果，需要能在全世界广纳优秀人

才的开放性与包容性的社会条件，需要鼓励个人潜能与个性“冒尖”的文化氛围，需要有效激励企业家创造能力的制度环境，更需要把思想、创意和发现转化为大规模产业的资本市场与金融系统，也更需要面对“创造性毁灭”具有更强调整能力的企业制度。

日本文化具有重团队、轻个人，重内聚、轻开放，流程管理强、理论思维弱，模仿创新强、前沿创造弱等方面特点。这些“文化基因”层面的特点便于日本发挥后发优势并利用当年“冷战”环境快速追赶，成就战后大国经济崛起的奇迹。然而同样文化禀赋条件不利于日本在技术产业前沿开拓与创造，因而在跻身主要发达经济体后呈现“低增长稳态”现象。

观察两方面情况，有助于认识日本“低增长稳态”。一是日本人口快速老龄化。日本20世纪50~60年代的人口老龄化比重只有5%~6%，1992年已超过13%，2014年已高达31.8%。早先人均收入较低与人口结构年轻，有利于日本发挥比较优势后起直追。人口老龄化比重提升制约经济增长。

二是日本投资长期乏力，资本存量近乎停滞甚或边际下降，是其长期增长失速的重要宏观原因。日本国民储蓄率从20世纪80年代末的35%左右高位下降到目前的不到20%，日本工业部门税前利润率从20世纪80年代的20%左右下降至20世纪90年代的10%上下，与此相适应，20世纪90年代以后日本投资增长率呈现下降趋势。

用1990年不变价衡量，日本资本形成总额1996年达到15.3兆亿日元峰值后便在波动中下降，2014年只有12.6兆亿日元。采用10%或5%资本折旧率估计，日本资本存量绝对规模近年已有所下降或增速减缓到近乎停滞地步。近年美国学界讨论美国经济趋势性减速甚至长期停滞的可能前景，也高度重视投资和资本存量增长乏力问题，这从一个侧面显示日本经济落入“低增长稳态”状态并非偶然。

中国拒绝通缩恐惧论

过度扩张内生后续收缩调整并伴随通缩压力的经济规律，在中国20世纪90年代初步建立市场经济体制后，通过世纪之交物价普遍负增长第一次全面表现出来。1998—2002年，中国一般物价在零值上下波动，通常被称为通货紧缩时期。这个时期政府着力扩大内需，第一次实施比较完整意义上的逆周期积极宏观政策，通缩经济学第一次在学界与国内较为广泛普及，企业界和决策层第一次高度关注通缩及其治理。

与国外通缩比较，中国世纪之交的通缩既有普遍性更有特殊性。20世纪90年代初，中国经济开放高增长取得重大成就，然而过度扩张派生出90年代中期物价增速超过两位数的严重通胀。以朱镕基副总理1993年7月兼任央行行长为标志，中国政府严肃治理通胀并较快成功遏制经济过热通胀势头，1996年CPI增速回落到个位数。然而，此后经济增速继续下滑，通胀向通缩转化的调整规律在世纪之交表现出来。

然而，这次通缩有多方面特点。例如，世纪之交东南亚危机和美国互联网泡沫破灭后经济衰退，构成加剧当时通缩的外部条件。当时推进国企转制对健全中国市场经济体制具有深远积极影响，然而也会在短期内增加通缩压力。20世纪90年代，实施粮食省长责任制与保护价政策，有关政策退出后多年释放过量库存加剧通缩压力。另外当时由于缺少经验，“九五计划”规定长期实施从紧财政与货币政策也产生影响。

中国政府实施结构改革与宏观稳定的组合政策应对通缩。虽然面临总需求不足与通缩压力，决策层仍毅然推进国企等关键领域改革，实施新一轮开放战略；组建四大资产管理公司剥离银行大范围坏账，修复银行资产负债表使其重新具备正常放贷能力；还顺势推进城镇住房市场化改革。不少重大改革政策都兼具健全市场经济体制与鼓励短期增长的长短期效果。

中国宏观经济步入通缩调整与东南亚金融危机大体同时发生，中国政府全面评估当时形势决定人民币不贬值，同时大力实施一系列扩大内需举措应对经济下行和通缩压力。如积极货币政策包括1997年10月后五次降息，利用公开市场操作增加基础货币投放，1998年3月和1999年11月分别把法定存准率从13%下调到8%和6%，取消贷款额度管制等。

积极财政政策突出表现为发行四次国债。其中1998年发行2700亿元特殊国债用于充实国有银行资本金，提升化解金融风险与扩大自主信贷能力。其他国债融资进入当年财政支出，直接发挥扩大内需作用，约使每年GDP增长率各提升1个百分点。积极财政政策还包括增加转移支付与减少税费等内容。

中国这次治理通缩有其重要经验与启示。首先，在认识上拒绝通缩恐惧论。2002年年初，时任中国总理朱镕基指出：“你看我们这四年，物价一点儿也不涨，掉得也不是很多，在1%的上下浮动，恰到好处，足见中国的功夫是不错的……我们国家能够实行积极的财政政策，不但克服了亚洲金融危机带给我们的影响，而且利用这个机遇空前地发展了中国的国民经济，我为此感到自豪。”21世纪初，美国面对CPI2个百分点左右的增速，受通缩恐惧影响政策失手，二者形成对照。

其次，中国治理通缩方式也有亮点，采用标本兼治的方法，不仅治理通缩后果，而且针对早先通胀与过度扩张根源发力，不是简单大手松货币或减税补贴，而是把扩大内需短期目标与长期体制转型结合起来，把应对经济低迷与通缩短期困难转变为力推改革的契机。扩大内需重在投资，投资又重在基础设施等瓶颈环节，有助于提升未来生产能力与保持可持续发展。

中国实践还提示应辩证看待通缩影响：既要重视通缩负面影响，也要看到通缩并非全是坏事。我们看到，世纪之交通缩“严冬”环境

对企业苦练内功有激励与倒逼作用，一大批民营企业脱颖而出，一大批国有企业改善了内部治理，中国企业整体素质显著提升。同期中国可贸易部门生产率持续追赶，工业企业利润率回落探底后强劲回升，加上关键领域改革突破性进展，为21世纪初胡温开放景气展开奠定了基础。

中国再次直面通缩压力

21世纪初，中国经济追赶提速并成为全球经济最大增量贡献国。然而，经济运行积累的增长偏快与局部过度扩张失衡因素需要化解，调整过程再次派生通缩压力。近年中国决策层优先实施全面深化改革与结构调整的政策，宏观政策保持大体中性立场，以便利用市场出清机制消化早先失衡因素，同时采用组合措施把经济增速维持在中高速水平。后危机时期中国与美国选择了不同应对政策，两国经济运行目前处于不同周期阶段，并将面临不同前景。

进入21世纪后，用市场汇率折算美元衡量的中国经济增速大为提升。2014年，中国GDP总量已突破10万亿美元，人均GDP过7000美元。对照2005年中国领导人预测中国经济前景认为，到2020年GDP总量将达到4万亿美元，人均GDP达到3000美元，可见经济追赶速度远远超出预期。然而，开放景气增长伴随多重矛盾积累发酵，“4万亿”刺激计划结束后再次面临深度调整。

首先，宏观失衡需要调整。经济景气度偏高时市场预期过于乐观，尤其是投资规模大与生产周期长的上游行业扩张偏快，导致后续产能过剩与调整压力。多年经济扩张偏快伴随常规CPI物价上涨与房价等资产价格间歇性飙升，成为新时期通胀特点。在金融抑制有增无减的环境下，形形色色的影子银行与表外业务过度增长派生风险。

进入21世纪后，中国与全球经济融合度加深的同时对全球经济增长贡献率提升，中国经济失衡客观上也成为全球经济失衡的一个组成

部分。高速扩张期中国可贸易部门部分产能配置，一定程度上是依据早先对外部市场过于乐观的预期所做投资的结果，后危机时代主要发达经济体增长乏力，处于“世界工厂”地位的中国经济面临深度调整。

其次，要素价格和环境成本快速上升倒逼结构调整。例如，农民工工资从21世纪初的40美元上升到近年的400多美元，很多城市土地价格随稀缺度上升增长5~10倍，环境生态压力达到或接近承载极限。要素价格快速上升和环境生态压力加剧，标志着中国产业发展的潜在比较优势结构快速变化，亟须发现与培育经济新增长点以加快推进结构调整。

再次，要加快体制改革调整步伐，以弥补一段时期改革相对滞后的“欠账”。进入21世纪第二个十年时，中国经济发现自身面临体改困境与宏观失衡综合征困扰，需要一次深刻调整才能重回内生可持续增长的轨道。潜在增速下降与宏观失衡调整伴随经济增速回落，一般物价作为顺周期宏观经济变量随之走低：近年中国CPI增速再次回落到1%上下的较低水平，早先较快扩张的重工业部门价格较快下降，带动PPI在最近三年多持续负增长。

经验证据显示，上述PPI通缩现象主要是调整早先过多扩张失衡的产物。分析过去十余年几十种PPI分项指数，可见2003—2008年与2010年前后两个经济强劲扩张阶段增长最快的工业子部门价格，2012年以来经济全面调整期价格下降幅度较大；反之亦然。上述两个阶段物价变动呈现显著负相关，说明近年PPI下降是对2003—2008年前后和2010年前后扩张过渡阶段物价上涨过快进行调整的结果。

在中国工业化高速推进时期，宏观经济过快扩张往往伴随重要工业部门产品价格更快上升，后续调整时期这些产品价格跌幅较大，世纪之交中国通缩时期也有类似物价表现。因而，所谓“PPI通缩”及其与CPI背离，其实代表了一种“宏观相对价格”作用，是在近年中性宏

观政策环境下市场机制调节早先失衡的具体表现。我们需关注企业与地方调整期困难，实施必要政策适度舒缓其调整阵痛，然而最终仍需顺应调整规律并直面通缩压力。

虽然面临经济增速走低等方面困难，本轮宏观失衡调整在“挤水分”“去泡沫”“减杠杆”“调预期”等方面已取得阶段性成效，目前应已进入最后阶段。我们如能在基本政策取向上保持定力，坚持中共十八大以来正确方针不动摇，预计不久应能大体完成本轮调整，经济运行有望在2015—2016年成功探底后，迎来新一轮自主景气增长。

第六章 通胀进入高潮期

新时期新治理

20世纪30年代西方大萧条的一个重要遗产，就是主要发达国家先后废除货币金本位制，开启全球范围的纸币时代。以国家信用为基础的纸币制度，彻底解决了因为货币流通量不足可能带来经济收缩的困难，然而也打开通胀困扰挥之不去的潘多拉魔盒。

依据英文词源学，通货膨胀（in.ation）指流通中货币数量过多导致的物价上涨。通胀本质是货币过多，然而直接度量适度的货币量有困难，于是利用各种物价的上涨来进行观察。通胀既可表现为如消费物价指数等流量意义上的物价上涨，也可能表现为房地产等存量意义上的资产价格飙升，价格管制体制下还可能通过短缺度提升等非价格方式表现。

人民币也是一种纸币制度，同样会面临通胀挑战。不过，在不同体制环境与发展环境下，通胀发生机制因时而异。从通胀史的角度看，中国最近10年通胀的表现、成因、治理手段呈现出系统性特点。

计划体制下，行政系统掌控物价，资产交易几近绝迹，即便货币大幅扩张与供求关系紧缺失衡，可观察的物价上升仍较有限，表现为“隐藏型通胀”。如1958—1960年中国信贷扩张分别为76%、63%和21%，然而消费物价仅在1961年飙升到16%，其余年份都波澜不惊。

改革开放时期发生多次通胀。第一波在20世纪80年代初期，1980年消费物价上升7.5%。当时决策层计划修建120个大型项目，1978年项

目进口、货币信贷以及财政赤字等快速增长派生通胀。1979年政府转而实行“调整、改革、整顿、提高”八字方针，1981年GDP和固定投资增长率分别下降到5.2%和5.5%，1982年和1983年CPI分别降到2.5%和2.0%。

第二轮通胀发生在20世纪80年代中后期。1984年后通胀压力再起，决策层很快应对治理。然而1986年年初部分宏观指标降幅较大促使政策转向，随后近两年反通胀措施不够果断有力。通胀环境下官方于1988年8月宣传价格改革“闯关”，引发商店抢购和银行挤兑。针对形势变化，决策层暂停价改转而着手治理通胀，并在1989—1990年较快取得成效，不过也承担了经济增速滑坡的代价。

20世纪90年代初，邓小平南方讲话开启改革发展新阶段。然而，随着投资与信贷过快扩张，1992—1994年出现新一轮严重通胀压力，1994年消费物价涨幅达24.1%。1993年6月，决策层出台实施16条紧缩措施，并在随后两年制服通胀。这次治理通胀有一个明显优点，就是同时推出财政、金融、汇率综合改革，把短期宏调与深层改革较好结合起来。

进入21世纪不久，中国经济迎来新一轮开放景气。由于本币实际升值，用美元衡量的经济增速空前提升，2000—2012年用美元衡量的人均GDP从约1000美元上升到6000多美元。中国第一次在大宗商品、资本形成、工业生产、总需求和国际贸易等指标上成为对全球经济最重要的增量贡献国。

新时期通胀也展现新形态。突出特点在于通胀同时表现为流量物价指数间歇性上涨与资产价格飙升。月度CPI同比增长率2004年三季度以及2010年年末均超过5%，2008年一季度超过8%。晚近10年一半年份的GDP平减指数增幅在6.7%~7.8%的较高位波动。通胀压力更是表现为资产价格飙升，例如上证指数曾经从2006年年初的1300点飙升到2007年10月的6124点，商品房平均价格水平则在晚近10年数倍增长。

货币扩张机制出现新变化。早年央行资产负债表主要通过两种机制扩张并转换为通胀压力。一是财政赤字货币化。二是银行再贷款：国企退出机制改革前，国有银行救助国企，央行对商业银行再贷款引入通胀压力。新时期外汇储备超量积累成为央行资产负债表扩大和流动性扩张的最重要单个因素。2003—2012年广义货币增长2.3倍，央行总资产增长2.75倍，外汇储备占央行总资产的比重从54.3%上升到71.7%。

新环境下宏调政策手段更趋多样化。除去常规货币与财政工具之外，包括部门投资管制、利率上下限、土地数量控制、限制购房等部门干预与数量控制手段也在宏调中大行其道。在通胀较突出的时期，决策层还把暂停建设用地供给、冻结物价、查处大案等作为宏调手段。

多样化调控作为权宜性手段对维系宏观大体稳定有积极意义，然而也会反转支持与固化深层体制不合理因素，不利于市场经济体制健全完善。宏调模式是经济运行短期调节与长期机制频繁交汇互动的关键环节，新政府决意深化改革打造中国经济升级版，以宏观金融作为优先领域之一是顺理成章的选择。

2007年通胀标本

2006年年初，学界担忧经济面临通缩风险，实际上该年经济增速再次走高，通胀压力重聚，并在2007年集中爆发，2007年通胀是中国宏调10年历史中又一标志性事件。

2006年GDP增长率12.7%，显著超过潜在供给增速。CPI增速虽在1.5%的较低位，然而房价增速近10%。不过统计部门最初报告2006年上半年GDP增速为10.9%，全年增速10.7%。关键宏观指标较大低估误差，使当时形势评估比较乐观，对后续通胀压力警觉不够。

2006年年底，高层认为当年“国民经济呈现出增长速度较快、经济效益较好、物价水平较低的态势，实现了‘十一五’时期的良好开局”。2007年需保持宏观经济政策的连续性和稳定性，保持和扩大经济发展的良好势头。发改委在2007年全国“两会”报告中对上年形势评估更为乐观：“经济增长连续四年达到或略高于10%的同时，物价涨幅稳定在较低水平，这在我国发展史上是少有的。”

对2007年经济形势的判断还受到统计数据误差的不利影响。统计部门公布数显示：2007年一季度GDP同比增速为11.1%，二季度为11.9%，前三季度11.5%，全年为11.4%。从上述数据看，经济增速仅有些过快，官方政策要求防止经济增长偏快转向过热。然而后来修正值显示，当年GDP增速实际高达14.2%，比早先公布值高出近四分之一。这意味着2007年总需求扩张速度仅次于1984年，与1992年并列为改革时期第二过热年份。

2007年通胀表现确实与早年大相径庭。GDP通缩指数激增到7.6%，CPI月度同比增速从年初的2.5%上升到2008年2月的8.7%，从流量商品价格角度显示通胀。然而，新通胀特点更多通过资产价格飙升表现出

来。股价指数从2005年年底约1200点上涨到2006年年底2675点后仍毫无颓态，继续上冲到2007年10月6124点高位。房价上涨城市范围呈扩大态势，2007年全年涨幅在15%以上。

货币过度扩张背景下，不同种类商品价格涨幅与特定商品供给价格弹性成反向关系，这个规律意味着房地产作为最大盘面资产，承接通胀最大压力，因而价格上涨最为顽强，也表现为较小盘面资产，如字画收藏品等价格令人炫目激增。2007年国内“油画100成分指数”和“国画400成分指数”都上涨50%上下。同年，李可染先生著名画作《万山红遍》以3504万港元高价拍出，是1999年407万港元拍卖价的8.6倍。

猪肉价格上涨是评估2007年通胀的一个认识分歧点。猪肉价格1995年后10余年没有趋势性上涨，2006年上半年低谷时每斤不到7元，甚至低于1995年年初。2006年下半年猪肉价格上涨，2007年年初达到每斤8元，年底在每斤12元上下。2005年前后我国南方生猪主产区爆发蓝耳病疫情，导致猪肉市场一度低迷，2007年价格上涨既是恢复性调整，也包含对经济过热与通胀宏观背景的超调反应。

外部失衡助推货币扩张新机制在2007年得到充分表现。这年央行资产总量从13.25万亿元增长到16.12万亿元，增幅高达27.6%。外部失衡伴随外汇资产增长3.54万亿元，占央行资产增加总量的96.6%。面对基础货币过快扩张风险，央行发行央票回笼数千亿元货币，10次提高存准率冻结数以万亿元存款。这些努力无疑是必要的，然而仍难以完全消除通胀压力。

2007年学界围绕是否存在通胀、通胀类型、治理方法等问题持续争论，梳理公开发表的讨论资料，至少有20多种不同评估观点。宏调工具多样化特点进一步表现。产业政策仍是重要抓手，严控重点部门新上项目是“投资管理的重要环节，也是宏观调控的重要手段”。环

保、土地、安全、能耗、水耗、质量、技术、规模准入措施是投资管制的重要工具。

货币政策表现活跃。除增发央票和10次提高存准率，央行还5次提高存贷款利率，人民币兑美元汇率从2007年年初的7.8升值到年底的7.3。财政政策也朝紧缩方向调整。2007年财政收支罕见出现盈余，长期建设国债减少100亿元，对“两高一资”商品取消出口退税和降低退税率范围。为刺激生猪生产，政府出台补贴能繁母猪保险政策。

2007年对认知新时期通胀规律具有典型意义。农产品涨价一马当先，一般物价上涨紧随其后，资产价格飙升异军突起，外部失衡助推货币扩张机制彰显，宏调手段多样化模式进一步展开——新时期通胀形成与表现机理至此得到完整展现。如果说2004年通胀是新时期通胀的乍起与生涩形态，后来2010年通胀是其成熟甚或烂熟形态，2007年呈现的则是新通胀高潮阶段的标本形态。

辨别通胀的争议

2007年是新时期通胀的标本年份。这当然是笔者个人之见。“10个经济学家会有一打观点”，对宏观经济形势分析历来争议纷杂，判别2007年中国经济是否存在过热和通胀更是如此。

2005年三季度开始，北京大学中国经济研究中心“中国经济观察”季度报告会实施“朗润预测”项目，邀约国内主要宏观分析机构对能够反映短期经济景气度的宏观指标提供季度预测。最初几个季度朗润预测值偏差方向不定且偏差较小，而2007年一二季度预测均值提升，同时，与实际值相比仍出现较大低估误差，显示经济运行超预期提速走强。

2007年宏观经济走势很快成为学界和研究部门的热点分析问题，特别是二季度统计数据公布后，有关讨论在夏秋时节达到高潮，并延续到2007年年末和2008年上半年。2008年4月，笔者和中金公司的刘鎏梳理此前一年前后公开发表的文献资料，发现对2007年宏观形势特点判断有20多种不同表述。

下面列举这份未发表报告梳理的25种意见中的部分观点。

（1）经济已经“过热”了，而且将走向更“热”；（2）中国进入通货膨胀时代；（3）中国经济是“过热”了；（5）防止经济增长由偏快转为过热，防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀；（8）经济增长由偏快转向过热；（11）中国经济“过热”证据仍有不足；（12）CPI上涨确是猪肉惹的祸；（15）中国的核心通胀率并不高；（17）中国经济尽管高速增长，但没有过热；（18）中国并不存在进入全面通胀的风险；（20）经济“高位走稳”，但“不存在通胀的可

能”；（21）生产和货币“双过剩”，“生产过剩的危机”；（24）并非过热，而是过冷。

这份清单远不能充分反映当年讨论的复杂性，不过应能提示当时宏观分析出现的争议和分歧。虽然经济增速偏快应是不争事实，大部分流行观点似乎并不接受经济过热和通胀的判断，或至少对此提出各种保留意见。个别观点认为经济形势特点是“过冷”或“过剩”，提示研究人员可能采用了根本不同的分析范式，这种隐含分析范式的前提性差异预先排除了经验考察形成共识的可能性。

政府宏调方针表述显示，官方肯定当时经济增速偏快并存在结构性物价上涨，强调要防止或遏制由此向经济过热与明显通胀转变。

宏观形势判断低共识度一定程度与当年关键数据误差有关。如果当时GDP增长率数据没有太大误差，季度数据出炉时就能显示宏观经济列车正在以平均14.2%的极高增速飞奔，而不是像当时低估数据显示的那样增速仅在11.4%上下，形成有关经济过热判断的争议恐怕要小一些。如果经济增速14.2%仍未过热，那么过热这个词可能应从经济学词汇中消失。

从学理上梳理这些繁杂观点背后的分析逻辑，分歧可归结为对三点问题认识与处理方式的差异。

一是如何选择物价观察对象。通胀是货币流动性过多导致物价上涨，那么在观察评估通胀的物价表现时，哪些对象应包括进来，哪些对象应剔除在外？对2007年通胀而言，房地产和股市等资产价格是否应作为判别通胀的参考指标？猪肉和一些进口品价格是否不应作为判别指标（这会对当时通胀形势判别产生重要影响）？这在理论上表现为围绕核心通胀概念以及资产价格与通胀关系发生的争论。

二是如何看待物价变动差异性。不同部门和产品价格上涨通常并不相同，物价上涨结构性意味着一般物价上涨过程通常会伴随相对价格变化。肯定通货膨胀一般性与物价上涨结构性具有兼容关系，则能更好认识到通胀存在的客观性。反之如果假定通胀必然表现为所有物价几乎同步增长，则会淡化现实生活中通过结构性特征体现的通胀存在。这在理论上表现为围绕“货币中性”命题发生的争论。

三是如何度量货币与流动性变动。教科书讨论通胀隐含假定货币数量变动可以通过狭义及广义货币指标直接度量，然而现实情况要复杂得多。由于金融系统持续演变创新，与通胀或宏观周期变动具有真实联系的广义货币内容以及流动性所涵盖资产范围也会不断变化。2007年经验显示，在中国仍存金融抑制和数量控制的政策环境下，金融市场主体“政策博弈性金融创新”可能会使已有货币及广义流动性度量变形失真，并给及时判别通胀带来困难。

资产泡沫是通胀吗

不可兑换纸币制度下经济易受通胀侵扰，防治通胀、稳定币值是经济持续增长的前提条件。然而，识别与防治通胀需要判断：资产泡沫是否应被看作通胀表现？央行货币政策是否需要关注资产价格波动？

有关这一问题，当代学界与央行主流的看法大体持比较否定或消极立场，或者在政策层面含混模糊。随便翻开一本宏观经济学教科书，通常会把消费物价上升看作通胀表现，资产价格很少会被提及。在中央银行宏观与货币政策分析报告中，通胀表现经常会被定义性等同于消费物价上涨，资产价格波动则作为金融稳定问题分析处理。

通胀的物价表现是否注定不应包括资产价格超常增长，而只应局限于消费物价等流量物价对象？浏览经济思想史，货币学说大家们认识思路显然不同。

美国经济学家费雪教授1911年出版《货币购买力》一书，全面阐述货币数量论，该书在货币数量学说史上第一次系统讨论通胀外化表现的价格指标体系，并提出建构适当物价指数以度量通胀。

在费雪那里，货币数量论涵盖物价对象应包括“所有财富、财产和服务组成的集合”。其中财富包括房地产、商品，财产包括股票、债券、抵押贷款、私人票据、可转换定期汇票，服务包括租用的房地产、租用的商品、雇佣劳动等上述的组合。费雪分类方法是否精当或可探讨，然而货币通胀表现应涵盖房地产、股票等资产应是明确无误的观点。

美国经济学家弗里德曼教授借鉴剑桥学派的现金余额说，通过构建严谨货币需求函数来重新表述货币数量论。货币扩张带来个人与企业货币资产扩大，在个人财富最大化和企业收益最大化动机支配下，通过货币需求函数所揭示的机制进行资产重新配置。在理论上，所有可能选择的财富形态与投资对象都应在考虑范围之内，调整过程不仅表现为流量商品需求与价格变动，也会派生股票、房地产等其他可能带来未来收入或效用的资产需求与价格变动。

英国经济学家马歇尔在《货币、信用与商业》一书中平实中肯地指出货币过多引发调整导致需求和物价上升的行为机制。他写道："虽然很少有人分析自己行为的动机，但下面一句话却暗示了他们的动机，'我存的钱太多了，还不如用一些来买东西，或搞投资'。当一个人把自己几乎所有的钱都花光了，因而做不成到手的有利可图的买卖时，他会说出与上面相反的话。"这里"买东西，或搞投资"的对象，自然不仅包括流量商品，也涵盖存量资产。

当代学界淡化通胀与资产价格内在联系，央行淡化货币政策调节资产泡沫功能，建立在以下一些需商榷理由的基础上：

或认为资产价格波动受"羊群效应"、过度乐观、短视主义等非理性因素影响，难以区分资产价格泡沫源自基本面或非基本面因素。这类分析提示判断资产价格与通胀关系面临困难，却不能看作足以否认二者客观联系的理由。其实物品价格变动都会不同程度受到"市场心理"等预期因素影响，并非仅仅属于资产价格问题。

又认为"良好设计和透明的法律和会计体系以及良好监管框架，能限制银行和企业的风险敞口，审慎财政政策能支持公众对经济基本面的信心，构成经济免受资产泡沫侵扰的关键条件"（伯南克教授2000年语），因而无须把资产泡沫看作通胀现象或货币政策防治对象。问题在于资产价格超常上涨环境中，认为资产价格不属于通胀的看法可能会使货币政策偏于宽松，为市场主体炒作套利提供激励，并

增加有效监管的困难。强调金融监管和财政纪律自有道理，然而由此否定货币政策应关注资产价格异动则有待商榷。

还认为资产价格泡沫最终会导致用消费物价衡量的通胀加剧，因而央行货币政策只要盯住消费物价指标，最终仍会对资产价格负面影响做出反应。甚至乐观地认为，这样处理能避免直接应对与刺破资产泡沫带来的危害。

强调对资产泡沫“与其预防不如善后”的观点又称为“象群推论”：与其支付更大代价事先阻挡一群肆意狂奔的象群，还不如事后清理被象群践踏和损坏的场地。

格林斯潘主政美联储的后期，“象群推论”思路在美国政学两界颇为流行。推论前提在于认定事后处理资产泡沫破灭损失总是小于事先防治代价。现在看来，这个圆滑精致的观点过于机巧而自信了。美国金融危机的教训在于：资产泡沫并非总是仅会造成小麻烦并容易搞定的疥癣之疾，有时也可能构成足以带来致命危害的心腹之患。

货币中性的误读

分析2007年通胀形势，主流观点认为需防止结构性物价上涨转变为通货膨胀。这个表述逻辑上似乎暗含两层意思：当时不同物品涨幅各异的结构性涨价还不是通胀，真正的通胀会伴随普遍性与涨幅大体一致的物价上涨。

隐含观点从施政策略角度看或有深意，不过在学理上则有可探讨之处。

认为通胀带来所有商品价格以相同比例上涨，有时被解释为历史上货币中性论的观点。阅读经济学说史上货币学派早期文献，确实有过货币增长会带来物价大体同比例上涨的表述。不过这通常是作为一种逻辑可能性加以讨论，并非深思熟虑的理论观点。

例如19世纪英国的缪勒在《政治经济学原理》一书中写道，“假设个人手里的货币都增加了，而整个社会在消费方面的需要和爱好一仍其旧，则需求的增加将均等地扩展到一切物品，因而价格将普遍上涨”，“货币比过去增加四分之一……则所有的价格都将上涨四分之一”。

这显然都是有条件的逻辑推论。他也指出在另外条件下，“某些物品的价格上升的幅度将超过其他一些物品，而某些物品的价格则也许完全不提高”。

后来经济学家结合经验研究货币数量论，明确提出通胀带动物价上涨具有差异性和结构性观点。如20世纪初美国经济学家费雪教授在《货币购买力》一书中提出交易方程式分析框架，仔细分析由于存在

合同、习惯、法律等方面的因素制约，一些商品价格不会立即进行调整，另一些则会调整得不充分。

他写道，正如一条河流的一半被放置了障碍，会使得另外的一半流量增多，一些商品价格变动不充分会造成另外一些商品价格更大调整。

当代通胀背景下物价上涨差异性表现得更明显。近10年中国不同流量商品与存量资产价格变动，为观察这方面情况提供了生动有趣的经验素材。我们为此选择10多种在宏观经济分析场合经常被关注的月度物价指数，计算它们2003年年初到2012年年底期间的年度增长率均值与标准差，便可一目了然看出其涨幅差异性特点。

非食品消费物价与生活资料工业品的价格平均涨幅最低，过去10年年均涨幅在1~1.5个百分点。居民消费价格指数（CPI）、工业品生产者价格指数（PPI）、生产资料PPI属于第二等级，年均增长率在3~4个百分点。第三等级是出口品、股市、GDP平减指数、原料燃料价格，年均涨幅在4~5个百分点。

外国进口品、粮食、猪肉、食品CPI等居于第四等级，10年年均涨幅在6~9个百分点。房地产价格在我们选择的14种商品与资产中平均涨幅最高：用官方数据计算也略微超过10%，不过房价可能是样本价格指数中最为低估的对象，实际上10年年均涨幅至少可能低估了1~2个百分点。

当然，可能还有涨幅更高的较大类商品或资产没有包含在我们的观察范围中，例如新时期艺术品和收藏品市场异常火爆，价格涨幅可能远超房价。

观察货币扩张环境中不同对象的价格表现，不难看出一点规律：越是在涨价后不容易增加供给的对象，越有可能成为持续通胀背景下

货币拥有者追逐投资的对象，也越可能最终成为较长期平均价格涨幅较高的对象。

由此可对上述经济学说史有关通胀背景下物价上涨差异性的定性分析思路提出一个可实证检验的假说观点：在货币过度扩张的通胀环境下，不同流量和存量物品价格上涨幅度与各自供给弹性大小成反比。

中国20世纪80年代和90年代初，资产尚未成为大范围交易对象，加上工业部门效率增长缓慢和供给弹性较小，在严重通胀环境下工业品以及CPI会发生超过10%甚至20%的年度价格飙升。

新时期通胀的物价表现大相径庭：工业部门生产率快速追赶赋予其较大供给弹性，虽然市场需求急速扩张与部分原料能源价格大幅飙升，工业部门吸纳上游与下游冲击的能力空前提升，价格弹性增大使其价格涨幅较小。

与此相反，质地与品相优良的收藏品，如某个著名已故艺术大师的画作，价格上涨不会导致供给上升，通胀环境下零供给弹性可能助推其价格涨幅达到令人咋舌的地步。房地产业开发建设项目周期较长，因而短期供给弹性较低，中国独特的土地管制体制导致长期供给弹性偏小，因而在货币扩张偏快的环境下，房地产价格快速飙升。有效治理房价过快上涨，除要做好必要的需求管理，还要改革土地制度以提升楼市供给弹性，才能收到釜底抽薪的效果。

中国式房价飙升

诺贝尔经济学奖作为学术象牙塔的顶级游戏，也会用自身方式呼应特定时代的特征性问题。2013年该奖项授予资产价格研究领域不同学派的经济学家，不仅体现欧美金融与债务危机背景下资产价格问题的重要性提升，也显示出现今比任何时候都有必要兼收并蓄不同理论，以拓宽对资产价格演变机制的认识视野。

依据2013年诺贝尔经济学奖得主、美国芝加哥大学尤金·法玛教授倡导的“有效市场假说”，影响股市等资产价格的信息会被市场很快吸收，现实资产价格对其均衡水平偏离是没有利用价值的噪音，因而“你不可能打败市场”。

另一诺贝尔经济学奖得主耶鲁大学罗伯特·希勒教授则认为，受羊群效应、短视行为等“市场心理”因素影响，投资者追涨杀跌或卖跌不卖涨，资产价格会在一定时期持续上升或下跌，套利投资与资产泡沫都可能发生。

不同视角具有互补性。瑞典皇家科学院以“探查资产价格趋势”为题发表颁奖词，开宗明义地指出，我们“无法预测未来几天或几周的股票和债券价格，但是有相当可能去预见这些资产价格在未来三到五年长期范围的总体走势”。

中国新时期最大资产价格问题莫过于房价持续走高，但用诺贝尔经济学奖得主的理论观察中国式房价飙升仍面临困惑。官方数据显示，过去10年中国房价约上涨1.5倍，约是同期消费物价涨幅的5倍。考虑统计低估因素，实际房价涨幅应高得多。虽然政府多方调控房价上涨，看涨派与看跌派争论却从未休止，不过除短暂时段涨势收敛和较小回调，总体看房价仍呈现飙升势头。即便在目前经济增速回落形

势下，各地房价仍在普遍上涨。美国经济学家希勒教授2009年来华演讲时曾断言中国房价有泡沫，然而至今未见破灭。

为什么中国式房价飙升如此坚韧持久，使诺贝尔经济学奖得主的预测也落空失灵？经济学理论不过是对经济现象的分析方法，理论再好也无法代替对经验现象背后特征性内涵的具体考察。在分析意义上，预测未来房价走势要理解现实房价增长的根源与机制，探讨其基本支持条件未来能否长期持续。

回望10年不难看出，房价持续飙升至少与四点因素具有紧密联系。一是实际汇率升值作用。经济追赶阶段可贸易部门生产率追赶，带来本币实际汇率趋势性升值，意味着房地产等不可贸易品相对价格上升。不过其定量意义作用应较有限，长期年均推高房价不应超过3~5个百分点。实际升值对房价影响还取决于汇率体制灵活度，同样幅度的实际升值也可通过可贸易部门物价下降，而未必通过不可贸易品价格上涨实现。

二是货币过度扩张助推。2002—2012年，用不变价衡量的中国GDP规模增长1.7倍，名义GDP增长3.3倍，广义货币M2增长4.3倍，社会融资总额估计值增长5.1倍。广义货币和融资总额不仅比实际经济增速高出2~3倍，也比已体现流量通胀因素的名义GDP增幅高出3~5成。货币创造出来便不会闲着，而是会在各类市场主体套利动机作用下，转换为真实需求并拉高资产价格。

三是宏调政策托市效应。业内人士相信“政策是跌出来的”，一段时期这个托市政策预期屡试不爽并支持房价单边涨势。2003年央行调控房地产121号文件引发争议后，不久国务院发布18号文件强调房地产是支柱产业，担心房市调控拖累经济增速应是当时高层重要考量。2008年房市调控初见成效，4万亿刺激措施强势推出，在遏制经济下滑方面发挥积极成效的同时推高房地产等资产价格，客观上强化了政策托市预期。

四是供地垄断体制影响。土地制度纠结是中国式房价飙升的单个最重要原因。与经济学分析垄断逻辑一致，政府会利用其城市供地一级市场垄断地位，通过“限量涨价”使土地收益最大化，“房地不分离原则”则保证高地价可靠传导为高房价。2001—2011年，中国土地供应从268万亩增长到882万亩，增幅2.29倍；同期土地出让金从1296亿元增长到3.15万亿元，增幅23.3倍。平均供地价翻很多倍。

房价上涨自然与人多地少及城市化大背景有关。不过，10年房价涨五成还是涨五倍，则由独立于城市化一般内涵的其他因素决定。中国房价表现与转型环境下土地制度及宏观政策特点存在重要关联，系统改变这些结构条件面临困难，则是中国式房价飙升的根源。在这个意义上，展望未来房价走势的关键变量，是如何评估“习李新政”对相关条件进行实质性改革的现实前景。

中国房市“双限”的经验教训

2014年9月30日中国国庆长假前夕，中国人民银行发文宣布退出早先房贷数量限制政策。此前绝大部分曾实施限制居民购房数量的城市已纷纷退出限购。目前虽仍有少数城市维持购房数量管制，但中国房市“双限”政策已大体宣告淡出。

中国房地产政策在21世纪初频繁调整，2011年前后引入“双限”管制更是引发热烈讨论。房地产为何成为中国宏调政策的焦点对象？当初为何需要推出“双限”超常举措？探讨这些问题是反思中国10年宏调史的必要功课，对观察中国房地产市场目前走势也有助益。一项争议政策的退出提供了理解其真实含义的好机会。

通胀环境下不同商品与资产价格涨幅与各自供给弹性大小成反比。与这一规律相联系，21世纪初中国房地产等资产价格大幅飙升，成为通胀冲击下物价动态有别于改革较早时期的突出特点。中国宽泛化宏调政策在搞对价格、管好货币方面着力不足难以根治通胀失衡，房地产调控成效不彰折射宏调困境，“双限”是这个时期房地产政策变奏曲的高潮内容。

21世纪初中国房地产调控跌宕起伏。第一阶段的政策以鼓励呵护为主。世纪之交促进内需政策环境下房地产业“野蛮生长”。针对新一轮信贷扩张导致房地产偏热苗头，2003年6月，央行发布121号文件加码房贷监管，然而受到业内人士质疑与“舆论狂轰滥炸”。两个月后中国国务院出台18号房地产政策文件，强调房地产是“国民经济的支柱产业”，要求对房地产开发企业和项目继续加大信贷。文件指出房地产存在一些问题，不过总体仍侧重鼓励呵护。

第二阶段频繁抑制房地产过热。随通胀压力加大与房价快速增长，2004年4月，中国政府将房地产开发项目资本金比例由20%及以上提高到35%及以上，标志房地产调控取向悄然转变。2005年3月和4月颁发“前国八条”和“后国八条”，部署“稳定住房价格”、“土地供应调控”、调节房地产交易等政策。2006年5月颁发“国六条”，“制止擅自变更项目、囤积房源和哄抬房价”。同年出台著名“双70％标准”管制，对购房5年内转手交易住房按售房收入全额征收营业税，征收二手房转让个人所得税。

2007年加大房地产调控力度。9月27日，中国央行和银监会推出差异性房贷政策，购房首付比例和利率水平随购房套数增加大幅提高。具体而言，对购买首套自住房且套型建筑面积在90平方米以下的，贷款首付款比例不得低于20%；首套面积90平方米以上，首付款比例不低于30%；二套（含）以上住房贷款首付比例不得低于40%，贷款利率不得低于同期同档次基准利率1.1倍。

第三阶段又转而重手刺激。作为4万亿计划的一部分，2008年12月底官方新文件要求“落实和出台有关信贷政策措施，支持居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房”，“支持房地产开发企业合理的融资需求”。同时放松房贷管制，实际上取消一年多前引入的差异性房贷管制。

刺激政策的另一重要举措，是2009年5月底把普通住房项目最低资本金比例从35%下调至20%，其他房地产开发项目最低资本金比例从35%下调到30%。中国官方把固定资产投资项目资本金制度视为“宏观调控手段”，上述政策显然意在进一步刺激。然而考虑4万亿计划刺激房价应声而起，从2008年11月到2009年5月半年间全国平均房价飙升28.2%，这时降低资本金比例着实令人费解。

第四阶段政策再度急促转向。面对货币信用大尺度放松推动房地产泡沫因素增长的形势，从2009年年底到2011年年初约一年时间，推

出四波力度递增的调控举措。

一是2009年12月14日中国政府提出抑制房地产投机、加强监管等“国四条”任务，发出政策转向信号。

二是3周后的2010年1月7日“国十一条”要求加大差异房贷管制，规定对申请购买第二套（含）以上住房的家庭贷款首付款比例不得低于40％，贷款利率严格按照风险定价。

三是2010年4月出台“新国十条”进一步抑制需求。首先是强化首付与利率调控力度。规定包括“90平方米以上首付款比例不得低于30%。二套首付不低于50%，利率不得低于基准利率的1.1倍。三套及以上住房首付比例和利率应大幅提高”。其次是部署直接数量限制。规定对房价上涨过快地区商业银行暂停发放购买第三套及以上住房贷款，对不满足要求非本地居民暂停发放房贷，另外还指示地方人民政府视情况“在一定时期内限定购房套数”。

四是2011年1月推出“新国八条”限购令，要求各相关城市从严制定和执行住房限购措施。对已拥有1套住房的当地户籍居民家庭、能够提供当地一定年限纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭限购1套住房，对已拥有2套及以上住房的当地户籍居民家庭、拥有1套及以上住房的非当地户籍居民家庭、无法提供一定年限当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非当地户籍居民家庭，要暂停在本行政区域内向其售房。

市场机制有助于提升经济效率与福利。中国1998年开始实施住房市场化改革，对经济增长与改善居民住房做出了巨大贡献。然而市场经济有效运行离不开价格调节、自愿交易等前提条件。限制价格是对市场经济的严厉管制，限制交易数量则是力度更大的行政干预举措。在逻辑上，如果对市场交易商品劳务可以任意进行数量限制，市场经济与计划经济本质区别一定程度上便不复存在了。

不过上述简略观察显示，中国官方当时推出房市“双限”举措，并非基于一般意义上对行政干预的偏好，而是出自应对当时货币超发与通胀形势的急迫需要。依据中国官方数据，4万亿刺激经济计划推出后17个月全国房价飙升46.6%，消费物价指数经过一段滞后期也开始新一轮快速上升。“新国八条”限购令推出前夕，时任中国总理在回答网民为什么到处都在涨价的提问时说，“你的一番话刺痛了我的心”，折射高层很重视当时的通胀形势。

“限购令”这类重手行政干预举措显然会对市场机制带来负面影响。不过鉴于当时货币信用过度扩张伴随通胀加剧的现实情况，采用本身并非合意手段遏制形势进一步恶化，在中国政策短期选择空间较大的体制背景下，应是务实合理的政策选择。由此理解“双限”政策的现实必要性，意味着需要总结货币信用超常扩张的经验教训，加深认识开放宏观经济成长的内在规律，提升宏观政策科学水平与稳健程度。

由此反思当初有关政策争论不无启示。如“限购令”出台后，一些法学家对政府采用红头文件方式“限制民事主体购买房屋”有保留看法，对这一政策与《立法法》《物权法》《合同法》是否一致提出质疑。也有法学家依据中国政府文件在国家治理中的实际重要作用，认为对限购令性质与合法性无须讨论，甚至提出我们应像敬畏“头顶星空”一样，对这些政策“充满无限的敬畏”。

“敬畏说”强调“现实的就是合理的”自有道理。不过我们不应忘记，过去30多年中国经济发展取得举世瞩目的成就，正是在对历史上完全依靠“红头文件”甚至“最高指示”治国理政与管理经济模式不断改革修正的过程中实现的，在体制转型时代显然还需重视“合理的才是现实的”，动态持续地总结经验教训以探求经济体制与运行机制的逐步改进与完善。

更值得关注的是，不少经济学家试图在更为一般的意义上阐释限购令的合理性依据。这类“力挺”观点无论是评论短文还是论文报告，大抵认为住房是一种特殊商品并具有经济稀缺性，我国收入分配不均问题加剧房地产市场失灵，并且市场机制难以自发实现服务民生的目标，因而房市“双限”不仅自然合理而且极为必要。这类观点虽一度流行，然而结合这项政策实施至今和退出的全部情况，不难看出其内在局限与矛盾。

我们看到，“双限”政策实施三年多时间，中国房地产行业特殊性或稀缺性并无根本变化，收入分配状态也未有实质性转变，房地产应更好地服务民生的立论今天与过去同样正确。“力挺论”倚重的上述结构性变量都没有根本变化，可见这些因素难以很好解释为什么当初不得不诉诸“双限”，而现今却可以从容退出。决定性变化其实是宏观环境变量：“货币信用宽松盛宴”暂时告一段落，“通胀怪兽”被阶段性制服，多年喧嚣躁动的房地产行业难以回避调整。

中国房市“双限”案例具有难得认识价值。我们看到，4万亿刺激计划与货币超常扩张推动房价快速飙升，政府不得不接二连三调控以至诉诸强行限购。十八大后政府不再出台针对房价的新“遏制”政策，然而随着货币政策回归中性稳健，房地产泡沫因素如釜底抽薪面临调整。两方面经验事实提供的“天然试验”显示，房价泡沫并非市场失灵的注定结果，而是市场环境下货币信用过度扩张的产物，政府管好货币是治理房地产及其他资产泡沫的对症药方。

产能过剩久治难愈

过去十几年我国曾三番五次治理产能过剩，然而转型环境下产能过剩的顽疾却久治难愈。如何总结已有政策实践经验，顺应市场经济规律要求，以深化改革为取向化解产能过剩矛盾，仍是在认识与实践上面临的难题。

大规模产能过剩治理可追溯到20世纪末：当时宏观经济通缩环境下，有关部门通过限制投资治理产能过剩和重复建设，对一些部门实施严格投资审批管制，有部门提出三年不上新项目禁令。进入21世纪后，2003—2004年经济扩张加速并伴随通胀压力，基于产能过剩等方面的判断，限制钢铁、水泥、电解铝三大行业投资，成为当时宏调政策的重要举措。

2008年年底，面临外部危机冲击和经济增速急剧下滑的形势，政府实施4万亿刺激政策和十大产业振兴计划。在货币过量扩张、资产价格飙升、CPI通胀预期形成的形势下，2009年秋开展新一轮产能过剩治理。当时认为钢铁、水泥、平板玻璃、多晶硅、电解铝、造船业等十来个部门存在产能过剩，为严控这些行业盲目扩张与重复建设，实施严格市场准入与严格项目审批管理等措施。

国务院的41号文件标志第五次治理产能过剩拉开帷幕。新一轮治理主要针对钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、造船五部门产能过剩矛盾。

新政府力推深化改革背景下，应对产能过剩的政策设计体现出创新与亮点。如文件标题关键词从过去“制止低水平重复建设”“制止特定行业盲目投资”等表述改变为“化解产能严重过剩矛盾”。文件

提出要“加快建立和完善以市场为主导的化解产能严重过剩矛盾长效机制”，使人印象深刻。

文件提出严禁建设新增产能项目，清理整顿建成违规产能，淘汰和退出落后产能，等量或减量置换，努力开拓国内市场需求，积极拓展对外发展空间等。部分措施体现新形势下新思路，不过受产业政策基本逻辑决定，仍大体沿用过往治理产能过剩手段。

从回望历史与学理分析两重视角看，在新形势下有效化解产能过剩矛盾，建立与完善以市场为主导的调节产能过剩“长效机制”，有必要在认识产能过剩与选择化解方法上探讨和厘清几组关系。

一是宏观政策取向与产能过剩治理关系。治理特定部门产能过剩属于产业政策，然而宏观政策取向对部门产能过剩形成与治理都有重要影响。工业部门产能闲置率与宏观经济周期变动存在显著联系，当下钢铁、电解铝等上游行业产能闲置率较高，一定程度与“4万亿”刺激政策以及2010年以后宏观经济增速减缓调整有关。货币信贷过度扩张会刺激上游资本品行业过度投资，宏观景气度回落后产能过剩矛盾则会“水落石出”。搞对价格、管好货币、严格财政金融纪律、维持稳健宏观环境，是抑制和纠正微观层面所谓“盲目投资”的最佳宏观条件。目前政府实施不刻意刺激、重长期持续的“负责任的宏观政策”，虽然不能立马纾缓部分行业过剩压力，但长期看是对症良药。

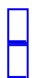
二是市场调节机制与化解产能过剩关系。破除所有制歧视，充分发挥市场竞争优胜劣汰功能，鼓励基于微观绩效的兼并重组，是化解产能过剩的重要机制。家电行业也曾受产能过剩困扰，后来得益于充分发挥市场竞争作用，行业局面大为改观。近年电冰箱、洗衣机产能利用率在80%~90%的较高水平，电视机行业虽产能闲置率较高，但企业也有较强自行化解能力。我国目前兼并重组相对资本形成比率不仅远低于英美等国，也低于其他金砖国。应把产能过剩压力变为改革动

力，通过深化改革、鼓励以市场规则主导的兼并重组，提升我国企业整体运营效率，并为经济持久增长夯实微观基础。

三是控污染促环保与治理产能过剩关系。产能过剩指特定行业产能闲置率过高，其他条件给定时闲置率高会减少排放，闲置率低即产能不过剩反而加剧污染排放。产能过剩随宏观经济周期变动特点，与治污环保的稳定性要求客观上也有不一致性。“恺撒归恺撒，上帝归上帝”，应适当区隔产能过剩治理与环保治污监管政策。强化环保举措可以经济活动负外部性溢出效应作为基础分析概念，结合现实污染排放加重的基本经验事实，通过充实立法内容和加强执法力度加以应对。

四是投资管制与产能过剩关系。一般认为产能过剩源自投资过度，以限制投资作为治理手段似乎顺理成章。然而市场经济的逻辑是，即便在特定时点特定行业产能闲置率较高，也不排除仍有动态意义上合理投资的机会。政策要务应优先搞对要素价格，破除所有制歧视，管好环保门槛，在此基础上让市场决定是否需要投资，让竞争规律决定企业输赢。如过多采用行政手段限制投资，不仅难以达到根治产能过剩的预期效果，还可能引发产业政策与行政干预反弹，不利于合理界定政府与市场关系。

坚持稳字当头的宏观政策方针，发挥市场优胜劣汰的调节功能，是化解转型环境下产能过剩矛盾的治本之策。当然这不是灵丹妙药，也不可能立竿见影，而要通过一段时期润物无声的持久调节作用。政府有关部门协调管理也可能发生积极辅助作用。这就要求总结新时期多次治理产能过剩政策实践的经验教训，厘清政府干预与市场调节之间的合理界限，避免落入过多强化产业政策干预的窠臼，从而使化解产能过剩与深化市场改革之间形成相互配合促进的良性互动。



第三部分 世界经济新格局与4万亿

第七章 新三国演义催生新变化

新三国演义

如果把金融危机前后的世界经济运行看作一台戏，主角则由三类经济体扮演，分别是追赶国、发达国与资源国。他们的互动关系决定了这场大戏的基本剧情。

第一类经济体就是中国为主的经济追赶国家。经济发展是产业技术结构演进与人均收入提升的过程，经济追赶集中表现为可贸易部门特别是制造业的劳动生产率，相对于发达参照国的收敛过程。当代全球经济格局动态演变的“第一推动力”，应是中国改革开放制度变迁所推动实现的制造业劳动生产率快速追赶。

估测结果显示，2002—2012年中国制造业劳动生产率增长3倍多，美国同期同一指标约增长近70%，中国相对追赶幅度为1.7倍以上。考虑实际汇率升值因素，用美元衡量增长率相对追赶速度幅度约为3.3倍。换言之，以2002年用美元衡量中国相对美国生产率水平为100，该指数2012年上升到430。这一指标比对经合组织（OECD）平均水平的相对追赶速度还要略高一些。

一国生产率追赶外部影响大小取决于追赶国的相对规模。起初中国经济总量规模较小，对世界经济影响不明显，晚近10年随着经济体量增大，中国对全球经济格局带来前所未有的重塑作用，为理解当代全球经济“新三国”格局提供了一条简明清晰的观察线索。

中国经济追赶是大国工业化进程。随着中国工业结构演进与整体效率提升，不同部门在开放市场机制驱动下实现进口替代，并成为出口部门。同时工业化持续推进与提升，仍需从发达国家进口技术档次更高端与知识更密集的资本品。

由此派生发达经济体作为第二类主角的基本定位：欧美国家从中国进口数量越来越多与档次逐步提升的消费性与资本性制成品，同时向中国大量出口技术与知识含量更高的资本品。

数据显示，2002—2012年，中国工业制成品出口从2970亿美元增长到1.9482万亿美元，10年增长5.56倍。总量扩张伴随结构演进。如纺织品出口从578.5亿美元增长到2460.4亿美元，占出口总值比例从2002年的17.8%下降到2012年的12%。同期资本和技术密集度较高的机电产品出口从1159.2亿美元增长到9715.8亿美元，占比从35.6%上升到47.4%。

欧美发达国家既是中国工业制成品的主要出口市场，同时也向中国出口较为高端的工业制成品。如2012年中国分别从欧盟和美国进口313亿美元和159亿美元“车辆、航空器、船舶及运输设备”，比2002年的28.5亿美元和26.1亿美元进口额分别增长10倍和5.1倍，2012年中国对欧美在这一项目上分别发生73亿美元和26亿美元入超。

经济追赶通过城市化拓展实现。大国城市化再造现代经济的“骨骼系统”，伴随对能源、金属矿等资源产品巨大密集需求。2012年中国钢、铜、铝和原油消费量分别为6.7亿吨、884万吨、2024万吨和1003万桶/天。此前10年上述金属原料消费增长对全球消费增量贡献率在八九成以上，对石油增量贡献率也近五成。全球化环境为中国通过进口满足较大部分资源需求提供现实解决方案。如2002年中国铁矿石、铜精矿和原油进口分别为1.12亿吨、207万吨和6941万吨，2012年分别增长到7.44亿吨、783万吨和2.71亿吨。

由此派生资源供应国作为第三类角色的重要地位。资源出口满足中国城市化高潮阶段海量资源需求，同时给这类国家带来巨大利益。如商品景气在2001—2010年给能源出口大国俄罗斯带来1万多亿美元额外收入，相当于其1998年用美元衡量GDP的3.68倍，俄罗斯2006年提前偿还1998年曾将其拖入危机的绝大部分外债，还拥有4000多亿美元外汇储备。

追赶国、发达国与资源国的“新三国”互动，揭示了21世纪初全球经济运行与格局演变的最重要特征。“新三国”都是赢家，然而具体地位各不同。追赶国最有能动性，本质上代表变革推动力量。发达国在高端资本品供给与技术前沿具有主导性，其国内市场与消费能力对短期经济增长举足轻重。资源国发挥不可替代的功能并获得全新发展机遇，不过也会面临“荷兰病”困难。

历史演化不可能都是玫瑰色，“新三国”机制自有内在矛盾。发达国对追赶国的忧虑防范，大宗商品价格飙升改变贸易条件的福利影响，全球格局演变与原有治理架构的抵牾失调，使21世纪全球化面临多重挑战。更无可回避的是，美国财金纪律松弛与金融监管缺失，与“新三国”互动产生的全球范围超常规模储蓄冲击相结合诱发美国金融危机，对经济全球化原有运行模式亮出黄牌，呼吁国际社会为完善未来全球化机制做出新的反思与抉择。

美国失衡的历史透视

全球化“新三国”模式意义非凡，然而也蕴含深刻矛盾。突出问题是主导国美国21世纪初外部失衡空前加剧，构成全球化的巨大风险。数据显示，美国货物贸易与经常账户逆差在2000年的4547亿美元和4174亿美元历史峰值基础上，2006年分别跃升到8383亿美元和7881亿美元，占GDP比重从4.6%和4.3%上升到6.4%和6.0%。

直接原因是财政赤字飙升与居民储蓄率下降。受互联网繁荣所赐，2000年美国录得罕见财政盈余，然而2004年已转为4127亿美元赤字，2006年和2007年仍有2500亿美元和1600多亿美元赤字。居民储蓄率从2000年年初的20.8%降到2007年年底的16.5%。

一国寅吃卯粮意味着外债增加：美国外债总额从2003年年中的6.6万亿美元增长到2007年年底的13.4万亿美元，四年半竟翻一番。

美国透支需其他国家提供储蓄，由此凸显“新三国演义”的金融层面内涵。资源国提供大量储蓄。21世纪最初10年大宗商品涨价因素，使资源出口国获得约10万亿美元额外收入，“地底下资源储蓄”变成海量“地面上资产储蓄”，这当中相当部分用各种方式借给欧美发达经济体。

中国等东亚经济体也没少“做贡献”。2000—2010年全球外汇储备从2万亿美元增长到9.6万亿美元，中国大陆增量约占全球增量的35.7%，大中华经济圈占增量42%，东亚经济体占比过半。

美国晚近失衡加剧的真实意义，在“二战”后经济史背景下呈现得更为清晰。“二战”兵燹后原先列强经济都成废墟，美国硕果仅存，经济实力独大，1943—1944年贸易盈余与投资收益占GDP比例高达

5%~6%。其时世界大部分黄金储备已尽入美国囊中，美国企业国外投资机会有限，国际收支平衡规律要求通过外部援助对冲贸易盈余表现出来。

美国国际收支账户数据显示，1943—1944年经常项中“单方面转移”高达130亿~140亿美元，GDP占比达5%~6%。大规模外援为“二战”盟国胜利提供重要资源保障，也构成建立布雷顿森林国际货币体系时，确立美元上挂黄金本位、下兑各国货币这样类似“天子”独尊地位的前提条件。

“二战”后初年实施马歇尔计划和道奇计划，美国尚能维持绝对优势。然而随后西欧、日本复苏发展，可贸易部门生产率增长远超美国，逐步动摇布雷顿森林体系根基。数据显示，1950—1970年，德国与日本制造业劳动生产率增速分别是美国同一指标的2.1倍与4.5倍，出口增速分别是4.0倍和15倍，GDP增速分别是2.8倍和6.2倍。

1959年，美国传统巨额贸易顺差急降至接近零值，引发美国朝野“二战”后第一次国际收支危机大讨论。美元“天子”地位不保的命运已不可逆转。据估算，美国1945—1960年净流出美元约160亿美元，用35美元1盎司黄金官价折算，可购4.6亿盎司黄金，相当于美国黄金储备峰值7亿盎司的六成多。1961—1970年又净流出484亿美元，按官价是美国黄金储量高峰时价值的两倍！美国早就无力兑现最初承诺，时任美国总统尼克松不得不在1971年8月关闭黄金窗口。

20世纪最后30年，除20世纪80年代后半期短暂例外，美国外部逆差总体呈扩大趋势。不过20世纪90年代情况有所不同。在美国率先发动IT（信息技术）产业技术革命的环境下，私人投资和消费繁荣推动经常项逆差扩大，受美国较好投资机会吸引，大量外资流入为逆差融资。同时美国财政阶段性好转，世纪之交罕见出现财政盈余。这类逆差被认为具有经济合理性与可持续性。

但好景不长。互联网泡沫破灭后，美国客观上需接受较低经济增速以调减外部逆差。然而小布什政府大手实施财政与货币双宽松政策，导致外部失衡屡创新高。虽然危机前美国政学两界对此心存狐疑，然而主流意见认为，美国拥有超强金融优势，华尔街是世界金融中心，外资流入本质上合理，经常项逆差不足为虑。

剩下的问题是如何放手让金融系统变魔法似地创造出次贷、次债以及令人眼花缭乱的金融衍生品工具，接纳外国储蓄流入美国。危机爆发后，美国精英认识到错在早先低估系统性风险，政治家则争先恐后地诅咒业内人士赌徒式贪婪。这些批评都有道理，然而也别忘了开放宏观经济政策的诱惑作用及其背后隐含的深刻历史根源。

美国国际收支结构折射“二战”后全球经济格局沧海桑田般的历史变迁，然而21世纪失衡特点仍不同凡响：中国作为发展中国家为何能成为美国最大融资国，从而彻底颠覆传统发展经济学的“双缺口模型”？除了汇率与要素扭曲，中国还要做什么，才能成为改变全球格局的能动力量？美国自利性政策如何为新兴国提供机遇？

中美失衡之镜像

“新三国演义”涉及很多经济体，然而中美经济关系地位非同寻常。美国出于自身利益主导推动形成的当代经济全球化环境，客观上为包括中国在内的新兴国选择开放发展道路提供了有利的外部条件。然而21世纪快速呈现的中美外部不平衡“镜像关系”，也集中提示全球化面临的新矛盾与问题。

中美外部不平衡是美国对外经贸关系长期演变的新阶段特征。1971年，美国货物贸易与经常项目历史性转变为逆差，此后几十年除个别年份外，总体呈现逆差持续扩大趋势。金融危机爆发前的2006—2007年，美国货物贸易和经常账户逆差分别为800多亿美元和700多亿美元，占美国GDP比例达6%左右的峰值。

与美国唱对手戏的主要顺差国发生了几个阶段性演变。20世纪70年代，日本和石油输出国组织（OPEC）是对美国的主要顺差国；第二次石油危机后油价飙升，OPEC1980年对美顺差占美国GDP比例升至1.49%的高位；随着20世纪80年代油价回落，OPEC对美顺差下降，日本顺差继续增长，德国代表的欧洲以及“东亚四小龙”成为对美顺差新秀；在20世纪90年代日本与“东亚四小龙”等仍是重要顺差国。

中国大陆改革开放时期承接周边经济体产业转移，在东亚制造供应链内部地位逐步提升，20世纪90年代中国对美顺差不断增长，2000年已与日本比肩。21世纪初中国顺差急速提升，2007年达2566亿美元，占美国当年GDP比例1.85%以及美国逆差总额的近三成。金融危机后，美国逆差失衡相对规模有所回落，中国顺差占比则上升到近年的四成上下。

当代国际产品内分工生产方式下，特定产品生产流程可能伴随零部件与中间件多次跨国贸易。中国处于很多制成品的终端加工组装环节，对美国这样最终消费国的双边盈余从增加值角度看会被高估。不过即便把中美双边贸易不平衡规模调减一半，中国仍是对美最大顺差国，并且相对重要性仍呈上升趋势。

新时期中美贸易结构特点诠释了“新三国演义”运行机理。2000—2008年海关进出口“六位编码”数据显示，中国对美出口最大五项商品是“其他计算机设备”“音像设备”“棋类玩具童车”“计算机”和“广播通信设备”。这些大都属于技术比较成熟与劳动密集型制成品，体现中国在中低收入发展阶段要素禀赋与比较优势特点。

美国对华出口价值量最大的商品是“废物废料”，主要包括废金属、纸质废料、废塑料等。中国经济发展对这类特殊资源产品需求较大，美国由于历史存量较多和消费规模较大，具有供给比较优势。同期美国对华第四大出口品是“大豆”，前十大出口品中有“棉花”“肉制品”，体现其农业资源与规模比较优势。

美国第二大出口品是“半导体设备”，显示美国在电子行业高端领域仍有较强比较优势，可谓当代竞争战略理论“温特尔主义”（Wintelism，Windows+Intel的组合）概念的统计注脚。美国第三大出口品“飞机”更直接体现美国在高技术领域的比较优势。美国对中国崛起提防心态过强，在高科技产品出口领域对中国限制较多，一定程度上扩大了中美贸易不平衡。

外部失衡镜像关系呼应宏观经济变量匹配关系。21世纪10余年中国持续“双顺差”转化为增持约3万亿美元外汇储备，其中较大部分投资于美国各类债务工具，等于把中国储蓄借给美国人。这在一定程度上支持美国消费透支增长模式，反转为中国出口扩张提供条件。然而美国财政赤字与债务过度飙升，显示这一增长模式不可持续。

中美开放宏观经济新“深度咬合”结构，引发了美国学界各种评论。2008年，哈佛大学教授尼尔·弗格森和柏林自由大学教授石里克共创“中美国”（Chimerica）一词，描述两国经济镜像关系。时任美国彼得森国际经济研究所所长的弗雷德·伯格斯坦（Fred Bergsten）2008年提出G2（中美两国集团）概念，认为要解决全球经济失衡等问题，需中美加深制度化合作。金融危机爆发后，G2概念一度被热议，甚至得到兹比格涅夫·布热津斯基（Zbigniew Brzezinski）等美国前政要力挺。

中国官方不赞同G2的提法。2009年11月，时任中国总理温家宝会见访华的美国总统奥巴马一行，阐述“G2说”不能成立的三点理由。不过确有必要给两国关系定位注入新思维。2012年5月，中国国务委员戴秉国就如何发展中美新型大国关系提出C2概念：中美不搞“两国集团”（G2），但可以搞“两国协调”（C2），“进一步加强中美在重大国际和地区问题上的协调合作”。

两国关系定位表述具有策略性与敏感性，但中美经济相互联系与融合加深，并对全球格局演变产生重要影响则是客观现实。如何培育互信，趋利避害，管理好中美这个当今世界最重要的双边关系，达至互利双赢并造福人类的结果，是两国共同面临的时代使命。

美国误判失衡酿出金融危机

外部逆差加剧助推美国金融危机，这一事实再次说明一点经济学常识：过度的外部失衡会有潜在风险。问题在于，美国作为经济学领域的“超级大国”，经济学名家与大师无数，怎会在外部失衡常识学理上看走眼，结果被金融危机狠狠偷袭了一次？简单回答是：不是没重视，而是有误判。

2004—2006年前后美国外部不平衡空前加剧，中美经贸领域镜像关系凸显，美国对此很是关注，并出现了几方面争论：如何看待外部失衡扩大？如何看待中国开放宏观景气行情？美国宏观政策如何应对？当时美国学界和社会主流意见大体有两种代表性观点。

第一种可称为不可持续论或调整论观点，强调经常账户失衡不可持续，建议谋求与中国等贸易伙伴共同调整，甚至建言美国主动实施从紧财政政策调整。这类观点在中美经贸关系领域表现为人民币升值诉求。代表人物包括哈佛大学资深教授马丁·费尔德斯坦（Martin Feldstein）、时任彼得森国际经济研究所所长的弗雷德·伯格斯坦与该所几位研究员组成的调整派“合唱队”（the IIE Chorus）。调整派认为，如果美国任凭失衡持续扩大，未来总有一天外部世界会停止向美国输出储蓄，届时美国将面临美元快速贬值、严重通胀、利率急剧飙升、经济严重衰退的局面。为避免崩溃式危机导致硬着陆，美国应及早主动调整。

第二种是可持续论或合理化观点，认为美国失衡由市场作用形成，具有合理性，因而不足为虑，更不应改弦更张。他们强调，不应从经常账户逆差而应从资本账户顺差角度看问题。换言之，问题不是美国需要借钱，而是为什么外国愿意借钱给美国。美国外部逆差不是

国内赤字非得外部融资的结果，而是金融全球化环境下外国投资者选择美国作为投资避风港的结果。

他们的主要理由是美国拥有超强的金融系统，无论在善于创造新金融资产还是在世界范围组合投资方面，都具有独步天下的比较优势。美国资本市场发达而深厚，司法与财产保护体系完善，因而在美国投资流动性与安全度很高。经常项目逆差说明美国储蓄利用效率与投资回报高于世界其他地方，因而外国储蓄大量流入美国具有经济合理性。

其代表人物之一是哈佛大学的理查德·库珀教授（Richard Cooper）。他做的数量估测，基准假设是金融全球化环境下，美国之外储蓄的30%应投资到美国，70%的美国储蓄应配置在国外。依据基准假设与21世纪初相关数据，美国2006年经常赤字模拟值约为1.2万亿美元，该年实际逆差只有8000多亿美元，结论是逆差并未过高反倒偏低！这类观点在中美经贸领域表现为要求中国扩大金融市场开放的诉求。

他们对调整派的危机预言更不以为然。他们相信，几乎所有金融危机都与资产负债期限和币种错配“两重原罪”有关，美国根本不存在这类错配。1997年泰国和1994年墨西哥危机都与固定汇率制联系，美国实行浮动汇率制，因而政策调节空间大。另外美国经济规模占全球四分之一强，如美元剧烈贬值首先会严重影响到其他国家包括中国出口，各国更有可能联合行动以避免危机发生。

从事后金融危机情况看，可持续派过于相信资本流入合理性，完全忽视外部失衡潜在风险，显然有误判。这一派坚信外国对美国投资具有稳定性，危机中美国各类机构发行的大量次贷、次债和衍生品灰飞烟灭，说明这一信念存在误区，不过危机后美国国债仍持续表现为“危机天堂”，说明上述观点确有一定道理。调整派重视失衡风险的

直觉是完全正确的，力主调整的政策建言有合理性，然而对危机发生方式的推测却大尺度走偏。

2006年《美国总统经济报告》（ERP）认为："原则上说，美国可以无限期吸纳净资本流入……如果外资能够促进投资、生产率和增长，则外资流入能对美国和全球产生积极影响。"可见乐观派观点及"美国超强金融能力"前提假说也是当时小布什政府这方面的官方立场。然而危机显示，正是华尔街"善于创造新金融工具"的占优能力，成为险些搞垮美国金融系统的致命软肋。

金融危机使美联储主席伯南克终于有机会实践他2002年年底演讲规划的刺激措施。量化宽松（QE）刺激政策扶持美国经济复苏眼下颇得好评，然而超强刺激有无"后遗症"？QE退出后美国经济能否续接内生性增长？一切都在不确定中。伯南克离任前启动退出QE程序，固然有经济形势短期改善使然原因，另外也折射他内心深处对QE猛药的最终成效，或许并不像他公开陈述时显示的那样淡定并信心满满。

产品内分工“微积分”

1976年中国外贸额只有134亿美元，是同年美国2420亿美元外贸额的5.5%。其时无人想象30多年后中国外贸规模能与美国比肩，中美国际收支镜像关系成为重塑全球经济格局的关键环节。沧桑巨变原因何在？中国转而改革开放无疑是根本条件。从时代条件看，以产品内分工为特征的当代全球化生产方式变革也有重要意义。

当代经济全球化重要特点是产品内分工兴起。“产品内分工”（intra-product specialization）指产品生产过程包含的不同工序或区段分布到不同国家和经济体进行，使特定产品生产过程不同工序或区段在空间上展开为跨区域或跨国性生产体系。这个新生产方式如此重要，以至于我们可以把它看作当代全球化的新基因。

产品内分工与早先分工形态已大异其趣。如“二战”前福特汽车制造全程主要在底特律的庞大厂区内完成，被描述为“从这头吃进焦炭和铁矿石，从另一头吐出T型车”；后来工序分工国际化发展，到20世纪80年代已出现供应链延伸至全球的“世界汽车”。早年计算机制造全过程以至操作系统研发在特定企业内完成，20世纪80~90年代形成一台计算机需要多国企业合作制造的新生产方式。甚至像芭比娃娃这样的玩具生产，也在多国供应链中完成。

产品内分工对后进国家选择开放发展助推作用非同小可。从19世纪德国的弗里德里希·李斯特（Friedrich List）保护主义学说到“二战”后流行的依附理论，都相信后进国家无法在开放环境下发展工业，这类开放工业悲观论支持“二战”后发展中国家普遍选择封闭取向的进口替代发展模式。但实际上，国际工序分工为后进国家参与全球制造业供应链并在竞争中提升结构，提供了一种全新可能性。

东亚“四小龙”、东南亚“四小虎”以及中国发展实践表明，家用电子业从简单组装起步并向供应链其他环节延伸，汽车业承接零配件生产并逐步提升其资本与技术含量，纺织和轻工业从OEM（贴牌生产）到ODM（委托设计与制造）再到OBM（自有品牌生产），当代后进经济体发展方针从进口替代向出口导向范式转变，与产品内分工时代条件密切相关。

变革的经济学本质在于国际分工基本层次从特定产品生产过程深化到工序流程。马歇尔《经济学原理》就分析过工业特点之一在于对空间区位具有更大选择性。特定制成品生产不同工序所需投入品比例存在差异，拆分到不同国度并与相关国家特定要素禀赋结合可获取比较优势利益。当代信息、物流、人员跨国成本及相关交易费用大幅下降，使国际分工的限制条件转变，产品内分工内在逻辑外化为现实历史进程。

如果说“一战”前达至高峰的近代经济全球化建立在以传统的产品间国际分工基础上，当代全球化拓展则是以产品内分工为特征。如果说外包、承接、贴牌生产是传统生产方式的分解或“微分”，供应链与价值链、战略联盟、竞合关系等则是新生产方式的综合或“积分”。当代国别宏观经济向全球范围开放宏观经济转变，微观基础离不开产品内分工新基因作用。

从发生学角度看，产品内分工兴起与20世纪60年代欧美等发达国家推动制造业部门劳动密集型环节海外转移有关。当时美国纺织、电子等行业面临转型升级压力。这些产业在组装或配件方面的劳动密集型工序和加工环节已失去竞争力，然而关键流程和零部件及中间件仍具有较高资本和技术密集度，把整个产业链向外转移既不符合经济合理性，也不符合美国利益。美国试图寻求一种方式，促使某些劳动密集型加工环节转移出去，同时将技术和资本密集的制造环节仍保留在国内。

于是美国1964年“关税表”（TSUS）新设立“807.00”税号，对进口品中包含原产美国的中间件免征关税。这方面政策鼓励美国企业把特定商品生产流程中劳动密集型环节和工序转移到海外劳动力低成本国家，得到美国企业界积极响应。1972年，美国这类新国际分工的进口商品规模已达10.3亿美元。新生产方式成为后来外包、产业链、供应链等概念以至战略竞争学说提出和流行的重要经验来源。

上述政策调整在美国称作“生产分享操作”（production sharing operation），欧洲和日本也先后实施过类似的结构调整政策，称为“海外组装生产”（OAP：offshore assembly production）和“跨国生产网络”（CPN：cross-national production networks）等不同名称。这类新生产方式在促进发达国家结构调整和经济发展方面功不可没，对后进经济体选择开放发展道路也发挥了重要助推作用。

东亚模式与中国选择

世纪之交国外有两本畅销书，书名为《距离死亡》与《世界是平的》，都强调IT革命使信息传播成本快速下降以至消失。不过与分工联系的不同种类成本降幅差异很大，如货物运输及人员旅行成本下降就慢得多。在物流领域，距离远未死亡，世界也谈不上平坦。

用产品内分工与国际供应链方式生产特定制造品，需更多次跨境物流配合，对合作企业相对区位及物流成本敏感度更高。从历史看，没有近现代技术进步带来货物运输成本大幅降低，国际产品内分工生产方式难以大规模发展。其他条件大体相同时，承接制造业外包加工企业的特定区位是影响相对竞争力的重要变量。

美国20世纪60年代实施生产分享项目，鼓励本国某些产业劳动密集型工序流程外包，当时哥伦比亚等美洲国家与中国香港等东亚经济体都参与这类项目。就与美国企业进行供应链合作而言，区位优势显然在哥伦比亚等美洲国家方面，然而实际情况是“东亚四小龙”在承接劳动密集型工序转移方面成就最为彰显。

以服装业出口为例，1970年中国香港、韩国、中国台湾三个东亚经济体出口额达到11.24亿美元，阿根廷、巴西、哥伦比亚、墨西哥四个美洲国家出口只有1700万美元；1976年上述数字对比变成60.38亿美元与1.81亿美元，后者只有前者的3%。1981年世界银行出版专著，以《皇帝新衣为何未能出自哥伦比亚》为题，研究两地制成品出口表现差异。

为考察历史条件对成衣加工制造业劳动生产率的影响，报告注意到“东亚人更多接受了有助于使他们心灵手巧的一般性社会训练（generalized social training）”。例如吃饭用筷子、算账打算

盘、书写方块字等传统因素，可能使得普通人手指更为灵活便捷，有助于提升服装缝制的人工效率。

不过报告强调，东亚胜出的根本原因，是国内相关政策的市场化取向改革。例如成衣加工业纤维成本通常占总成本35%~60%，比劳动成本15%~25%占比高出一倍以上，对纤维贸易实行开放政策对提升出口加工国际竞争力具有关键意义。报告发现东亚经济体国内外纤维价格接轨，哥伦比亚高关税则导致纤维国内外价差高达3倍。

该报告还认为，国内市场整合性、汇率高估程度、劳动力市场灵活度都对出口部门竞争力产生影响，这些综合因素解答了东亚服装加工出口为何成功。概括而言，创造自由竞争与相对开放的体制环境，在要素相对价格引导下通过企业选择谋求开放发展，是20世纪60年代后“东亚四小龙”出口导向经济发展模式的要义。

东亚经验还体现了利用全球供应链梯次升级的发展规律。如参与电子业分工从简单组装起步，然后承担技术含量较低的辅配件生产，进至生产较高端零部件与中间件，在韩台产业升级中作用明显。在服装领域拓宽原料采购范围和提升增加值比例，20世纪80年代初已占美国成衣进口的八成份额。随工资等要素成本上升，“东亚四小龙”向较高端制造业和服务业优势部门升级，成为当代开放追赶比较成功的案例。

借鉴“东亚四小龙”经验，参与国际产品内分工，对中国大陆创建特区、探索开放发展道路发挥了关键作用。有歌词写得好：1979年，“有一位老人在中国的南海边画了一个圈”，很快带来“神话般”和“奇迹般”的效果。在深圳画圈显然与借力香港产业转移有关，设想当时如在西南或西北边陲画圈收效应大不相同。在开放问题上“杀出一条血路”体现当时高层方向性决断，选择在哪里突破则受开放经济规律的制约。

中国早年经济特区实践，吸引外资发展加工贸易是重要内容。输入原辅材料、零部件、中间件等进口料件，经国内加工或装配制成品后出口，加工贸易特征在于工序流程的国际分工定位，经济学基础显然是产品内分工。我10多年前在哈佛访学时研究产品内分工，意识到国际贸易标准教科书通常以产品作为分析国际分工的基本单位，无论是行业间分工理论还是行业内分工学说，都不好直接解释对中国开放发展具有重要意义的加工贸易现象。

中国加工贸易额1980年为16.7亿美元，1990年增长到441.9亿美元，占贸易总额比重为38.3%；1996年增长到1466.1亿美元，占比达到50.6%。2008年加工贸易首次过万亿美元，达到1.0534万亿美元。加工贸易相对进口增值率从1989年的约36%上升到2008年的近80%。随经济发展与国内要素相对价格变化，近年加工贸易增速缓慢回落，劳动密集型工序和产业开始向周边劳动成本更低的国家转移，体现了开放发展阶段性成功，推动经济结构转型的动态规律。

第八章 刺激药方得与失

不平凡的2008年

2008年，中国见证汶川大地震和北京奥运会，可谓大悲大喜之年。宏观经济表现也非同寻常。经济增速在紧缩性宏调政策作用下持续回落，与夏秋季美国金融危机爆发带来出口下跌发生叠加作用，四季度经济增速下降到7.6%，比2007年四季度增速回落6个百分点。面对经济增长失速风险，政府决定实施中国宏观政策史上前所未有的宽松刺激政策，以“4万亿”为名的一揽子刺激措施横空出世。

两件事都非同小可。经济增速快速回调，终结了2002年以来7年年均增速11%以上的超高速增长。潜在经济增速回落，可能也意味着最后一个持续多年超高速增长周期的结束。4万亿刺激政策成功推动2009年经济增速V形反弹，不过无法改变早先景气繁荣期累积失衡因素派生的调整要求，宏观经济增速在2010年一季度触及12.1%峰值后，进入减速调整状态。

2008年经济走势首先与此前国内紧缩政策作用有关。针对2007年通胀形势，宏调从起初较多聚焦猪肉价格，到下半年开始转向侧重采用各种手段调控货币与总需求。2007年7月后一年间，人民币汇率升值约12%，存准率10余次上调，利率三次上调，信贷、土地、投资等数量和产业政策也多方发力。宏调遏制住经济过热与通胀，部分由于奥运会前后北京及周边地区限制工业生产带来宏观经济形势识别困难，当时紧缩政策可能发生某种超调。

2008年11月初，政府推出4万亿刺激政策，宣布未来两年增加1.18万亿元投资，紧急降低利率与存准率，“银十条”放行搭桥贷款，不久又推出十大产业振兴规划。此前景气增长阶段，采用各种管制手段抑制货币扩张与通胀。给定宏观金融处于显著偏离均衡的抑制状态，放松紧缩管制就有刺激之效，放手刺激更是带来超强效果。

2009年一季度经济增速探底6.2%，然而上半年货币信贷30%上下超常扩张，预示短期总需求强势反弹。道理简单：如果信贷扩张三成总需求仍无力回升，宏观经济学教科书或可一把火烧掉。随着信贷与货币超常扩张派生新一轮通胀压力，后续宏调政策将不得不回归紧缩并再次抑制总需求。就此而言，2009年夏秋官方“经济回升不稳说”会自我实现。

2008年美国金融危机更是意义深远。危机宣告了小布什政府时期依靠“双赤字”与泡沫经济维持经济复苏不可持续，意味着克林顿时期借助互联网革命实现的美国经济最近一次繁荣期彻底终结。2008年危机与20世纪70年代初布雷顿森林体系崩解类似，都是“二战”后美国经济超级霸主地位相对衰落的历史进程中的标志性事件。

最值得中国学界关注和研究的，是中美经济互动关系在这个历史进程中的作用。如果说当初尼克松总统关闭黄金兑换窗口终结布雷顿森林体系，基本驱动因素在于西欧和日本诸国“二战”后的复苏与追赶，改变“二战”后美国经济超强独霸的地位，这次危机则与美国作为“主导守成国”对中国等新兴经济体追赶带来全球格局大变革的判断与应对偏差有关。

探究这一问题需超越危机初起时判断形成的先入为主理解。在国内主流叙述语境中，2008年宏观经济波动主要是外部金融风暴冲击的结果，而美国危机既是华尔街贪婪本质使然，也是美国政府放任市场与放松监管的后果。

美国政界主流意见更多从金融机构过度扩张导致过高杠杆率、大型金融机构“大到不能倒”角度解释危机根源，学界与市场分析也会批评危机前过度宽松的货币政策为房地产泡沫与金融过度杠杆化提供温床。

分析各有道理却仍存疑问。马克思批评资本逐利本性贪婪，现代经济学以利润最大化为厂商行为假设，用这类一般条件解释百年不遇的危机终属勉强。事后看金融监管松弛难辞其咎，不过事先看如何在有效监管与市场活力之间达到平衡永远有矛盾。

货币政策过于宽松责不可卸，问题在于，美联储导演的21世纪初负利率为何没像20世纪60~70年代那样主要表现为CPI流量物价上涨，而是在美国金融心脏部位引爆一场资产负债表危机。

火山爆发喷出的岩浆为地震学家理解地层深处构造提供有用信息，金融危机也为深化认识经济规律提供难得机遇。当代经济全球化特点与危机有何关联？美国主导建立的全球化游戏规则如何在历史辩证法作用下为自身设置陷阱？中国经济追赶对重塑当代全球经济格局有何影响？读懂中国对美国有怎样的重要意义？危机多年后的今天，我们有可能从更广视野与更深层次审视事件的真实含义。

4万亿为何这么急

2008年11月5日，国务院常务会议制定4万亿投资计划，并于11月9日公布，成为一揽子刺激举措的重头戏之一。

4万亿刺激计划分量重，影响大，出台急。这个“急”字不仅表现为实施政策“要快”“要重”方针的表述，而且落实为一些非常重要的具体措施。

如4万亿计划包括一项重要内容：为加快建设进度，“今年（2008年）四季度先增加安排中央投资1000亿元，明年（2009年）灾后重建基金提前安排200亿元，带动地方和社会投资，总规模达到4000亿元”。

计划发布时2008年四季度已过近半，在年内一个半月多一点的时间追加4000亿元投资，从一个侧面显示了急迫性。

4万亿计划推出背景更凸显“急”字特点。制定4万亿计划十几天前，国务院在10月19日召开另一次常务会议，评估国内外经济形势并部署四季度十点宏观调控任务。

当时决定“采取灵活审慎的宏观经济政策，尽快出台有针对性的财税、信贷、外贸等政策措施，继续保持经济平稳较快增长”。十条措施包括支持农业和中小企业、加大投资力度、保持合理投资规模等，同时要求“继续控制价格上涨”，“加强金融监管，防范金融风险”。

4万亿计划“国十条”与半个多月前的“国十条”相比较，强调稳增长目标是一致的，但政策力度不可同日而语。

会议提出积极财政政策与适度宽松的货币政策方针，要求“取消对商业银行的信贷规模限制，合理扩大信贷规模”，制定扩大投资多方面的量化指标，没有再提及防范通胀和金融风险。随后几个月追加出台了相关措施，宏调设计由10月19日大体属于常规性逆周期应对思路，转变为超常规、超预期、力度空前的一揽子刺激政策。

在本已部署四季度工作的背景下，半个多月后转而推出4万亿计划并重新部署四季度工作，折射出当时高层研判形势和决策思维应受到某种急迫性和超预期新因素的影响。

那么在2008年10月下旬前后10多天，究竟发生了什么新情况，推动决策层做出重大政策调整？探讨这一问题是理解4万亿政策的前提。

按一般逻辑，经济政策取向急速调整，通常应与国内外形势超预期转变有关。然而观察当时经济形势，虽容易解释政策更重视稳增长目标，却不好直接解释宏调政策急转。

外部环境最大变数是美国金融危机。9月15日雷曼兄弟倒闭后美国加大金融救助力度。9月22日制定7000亿美元救市计划，10月2日和4日分别在美国参众两院通过。美联储持续下调利率，同时放宽各类机构贷款抵押品条件，搞量化宽松刺激。

虽然10月底或难以预判美国金融系统将很快摆脱休克转而企稳，但不难看出10月下旬形势并未超预期恶化。中国外贸困难持续加剧，不过10月19日高层部署四季度“国十条”时对此应有相当预期，似难以解释半个月后的政策转折。

国内经济是否有突发情况？当时国内经济减速调整呈现两方面态势。一方面，某些前几年超常扩张的部门面临严峻调整压力。如钢产量、汽车销量、房地产销售额在2007年前五年分别经历1.93倍、1.71

倍和4.17倍超常扩张后，2008年10月同比增速分别为-12.5%、3.47%和-28.9%。

另一方面，消费投资、货币信贷等基本内需和金融指标虽也经历调整，但仍维持两位数以上增速，如10月投资和零售实际同比增速为17.9%和17.3%，信贷和货币分别增长14.95%和14.58%。

当时国内经济减速与稍早时期针对通胀的调控政策也有关系。2007年GDP增速高达14.2%，大幅超过潜在增长率并派生出明显通胀。政府实施必要的紧缩政策治理通胀，因此当时的经济减速在相当程度上符合政策预期。

另外，中国经济与美国根本不同，不存在资产负债表危机形势，经济基本面因素有能力对常规宏调政策——而不一定是超常刺激药方——做出比较正常的反应。

考虑当时国内经济面临增速较大下滑的严重形势，当年10月19日政府决定宏调政策朝积极稳增长方向调整无疑是正确的，也有可能依据对形势变化的研判适度调整政策。

有理由相信，当时若实施常规性逆周期宏调政策，中国经济应能在经过一定程度的调整阵痛后，较快实现稳增长目标。就当年10月下旬国内外经济形势看，粗略考察未发现新的突发情况能够很好地解释半个多月内政府宏调政策的巨大转变。

因此，从研究角度探讨4万亿计划急促推出之谜，可能还需要拓宽视野，检查是否遗漏了什么关键变量。

4万亿加速器

在外部危机冲击下，中国于2008年11月5日推出4万亿计划，不过叙述这个经济史上的重大事件面临一点认识困惑：如何理解该计划推出十几天前的10月19日，政府已在评估国内外形势基础上制定了“灵活审慎”的宏调新方针，并对第四季度经济工作布置十项任务，10月下旬前后半个多月发生了什么，能说服高层调整方针急推4万亿计划？

如果将来有关经济决策档案能悉数公开，4万亿紧急推出之谜应有简单解释。现在可以从不同角度进行探讨。比如2008年10月下旬前后经济形势或许又有大事，推动高层调整判断和决策。当时国内外形势显示出美国危机正在深化，国内经济增速持续回落，但没有发现新近剧烈变化，以直接解释中国宏调政策的急剧调整。

另外或许由于形势复杂，10月19日对当时内外形势的困难和严峻程度估计还不够充分，随后很快意识到亟须重大调整。两次国务院常务会议的文告形势判断确有明显变化。如10月19日评判外部环境时认为：“当前国际金融市场急剧动荡，世界经济增长明显放缓……”11月5日认为“近两个月来，世界经济金融危机日趋严峻……要实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，出台更加有力的扩大国内需求的措施”。

从研究角度仍需探讨的是，什么具体原因推动了高层在10月19日决策部署后，很快意识到判断决策的局限性，并且马上着手在应对政策方面进行了重大调整。按常理推测，如没有特别紧急的因素推动，政府完全可以加大力度实施“灵活审慎”的既定方针和“老国十条”政策，待12月中央经济工作会议再调整宏调方针。

可见有关4万亿的现有诸多讨论，在理解其紧急推出原因方面或许普遍忽视了一个关键因素，就是金融危机爆发后全球治理结构演变方面出现的新契机对中国政策的影响。

基于多方面考量，欧美等发达国家决定2008年11月中旬在华盛顿举办国际金融峰会，即首次20国集团峰会（G20），为包括中国在内的新兴经济体参与全球治理提供一种新的现实可能性。在中国决定积极参与G20的前提下，高层从加大国际合作力度考虑，或认为急需追加应对危机的政策。

中美两国领导人2008年9月22日和10月21日两次通电话，从官方简短新闻稿信息看，参与国际合作因素对急推4万亿计划应有相当的解释作用。

第一次通话时金融峰会计划尚未形成，美国总统布什介绍金融危机形势及其应对危机的措施。中国领导人表示“注意到美国政府为稳定国内金融市场已采取了一些重要措施，希望这些措施能够迅速见到成效”。

10月11日七国集团财长会议确定要举办G20峰会，中美第二次通话时的主要议题相应是“国际金融峰会、加强国际合作、应对国际金融危机交换看法”。中国领导人这次表示：“中国政府为应对这场金融危机采取了一系列重大举措……中国政府将继续以对中国人民和各国人民负责的态度，同国际社会密切合作，共同维护世界经济金融稳定。”华盛顿峰会定于11月14—15日召开，要在20多天出台更大力度刺激政策，出手自然要快，也不便等12月中央经济工作会议。

从2008年年初的“一防”到年中的“一保一控”，再到10月19日的“灵活审慎”和11月5日的4万亿，中国2008年宏调政策一波三折。针对内外形势变化，央行已于9月15日和10月8日两次下调利率和存款准备金率，加上10月19日推出扩大内需“国十条”措施，中国领导人

第二次通话时所言“为应对这场金融危机采取了一系列重大举措”无疑是客观而正确的。

领导人有关继续“同国际社会密切合作”的承诺可能对十多天后急速推出“新国十条”、4万亿计划产生了关键影响。该计划11月9日公布几天后，中国领导人在华盛顿金融峰会上以负责任大国的姿态介绍了4万亿计划的主要内容，指出“作为国际社会负责任的成员，中国一直积极参与应对金融危机的国际合作，为维护国际金融稳定、促进世界经济发展发挥了积极作用”。

可见4万亿计划应由多方面因素促成。外部危机冲击和内部经济困难是不可或缺的重要背景条件。G20金融峰会这个新情况，可能至少在短期内显著影响了高层对刺激经济药方的成本收益评估，对4万亿计划紧急推出产生了关键助推作用。

中国体制内上上下下不乏投资冲动，产业政策部门组织投资上项目能力超强，政治决定一旦做出，4万亿刺激计划便以令世人惊诧的速度与气势横空出世。

刺激药方得与失

面对美国金融危机冲击与国内经济增速下滑形势，中国政府在2008年11月初快速推出4万亿投资十项措施。随后三个月陆续出台了振兴十大产业政策，对家电、汽车、农机提供价格补贴以鼓励消费，进行税制改革和税负减免等，形成规模与力度空前的一揽子刺激经济政策。

政策推出之际，高层又提出“四要”——出手要快、出拳要重、措施要准、工作要实的方针，使刺激政策实施更显凌厉与强势。超常刺激政策在不少方面取得重要成效。

首先，是推动总需求更快实现“V形”回升。观察宏观周期先行指标，有的在2008年11月已出现触底企稳迹象。考虑到中国经济基本面的有利情况，有理由推测，即便不采取超常刺激措施，而是选择比较常规性的逆周期宏调方案，中国也会较早走出经济增速下滑的低谷。

不过，超常救市措施以其特有的短期信心提振和直接刺激效应，对经济增速在2009年二季度的强劲反弹产生了关键助推作用。

其次，有助于稳定就业形势。2008年中国总体就业形势良好，新增非农就业1280万人，农民工转移增加490万人。不过，美国金融危机和出口形势恶化在2008年年底对沿海劳动力市场带来冲击。

据不同机构估计，2008年有几百万甚至2000万沿海农民工因出口形势恶化而提前返乡过年。出口部门就业主要受贸易伙伴国经济形势的影响，不过，国内刺激政策推动非贸易部门快速回升，对稳定就业形势也有助益。

再次，超常刺激政策带动投资、消费两个内需轮子加快转动，推动中国工业增加值、资本形成等在2009年前后第一次跃居世界第一，这些指标赶超美国的时间或许提早了两三年。

在美国经济危机与全球经济动荡环境下，中国经济率先走出低谷，对全球经济较快复苏做出了显著贡献，引发国际社会广泛关注和好评，彰显中国经济国际影响力。

不过，实施超强刺激政策代价不菲。最明显的是货币信贷扩张过度。刺激高潮阶段政府三个多月连发三份文件改变信贷政策配合刺激计划，执行过程出现信贷大扩张盛宴。

2009年信贷增速高达31.7%，超过20世纪90年代初的信贷增速，在改革30多年间仅次于1984年的33.1%。2009年广义货币增速28.4%，在改革时期也很罕见。同年社会融资总额增速为32.5%，是2002—2012年有该统计指标年份以来，除2009年的其余9年均值的1.76倍。

在货币过度扩张的通胀环境下，不同流量和存量物品价格上涨幅度与各自供给弹性大小成反比。消费物价指数上涨滞后性较明显，该指标到2009年6月反弹并一路增长到2011年7月的6.4%。

资产价格飙升更引人注目。上证指数从2008年10月的1816点急升到2009年7月的3582点，IPO重启后受多个大盘股上市打压回落。受土地制度和建造周期制约因而供给弹性更低的房地产，承受了更大的涨价压力，刺激政策推出后不到一年半期间，官方统计全国房价均值竟飙升近50%。

货币信贷过度扩张难免导致高债务、高杠杆后遗症。地方政府债务余额从2007年年底的约4.6万亿元飙升到2010年年底的10.7万亿元，地方政府性债务余额占GDP比重从2007年年底的17.3%上升到2010年年底的27.3%，该占比指标过去几年仍以每年两个百分点的速度增长。

急速推出的产业振兴计划，使此前几年持续高涨的一些行业对产能偏快扩张的调整过程戛然而止，其中既包括像钢铁、电解铝、房地产这类产业政策多年抑制的传统部门，也包括风能、光伏等政策强力支持的新兴行业。这些行业目前的困难有多方面原因，与刺激药方显然不无关系。

对市场预期影响可能更麻烦。政策有效性很大程度上取决于市场主体对政策意图与稳定性的预期。

超强刺激政策意味着对此前多年宏观调控取向的“U形”转变，客观上会强化市场主体广泛存在的“（救市）政策是跌出来的”预期。

由此对市场博弈心态的不利影响，不利于产能过剩与过高杠杆行业根据市场原则适时主动调整，并使后续政策调节面临更为复杂与棘手的局面。

从10年宏调史或更长时期经济政策史的视角观察，在2008年年底特殊形势下出现的一揽子刺激措施具有“天然试验”性质，是认识中国开放宏观经济和政策内在规律的难得案例。无论是其积极成效经验，还是负面代价教训，都应理性分析探讨，使其发挥应有的借鉴功能。

谁的“百年不遇”

观察我国经济政策史，可见高层宏观经济管理隐然呈现一个普遍性方针，就是比较重视财政金融纪律约束，注意防治宏观经济过度扩张风险。形成这个宏观决策思维特点，当然不是因为中国决策层受到什么“华盛顿共识”影响，也不完全是由于为政者见识过人、英明伟大，而更多是转型环境下经济运行更容易遭遇过度扩张困扰的现实条件使然。

转型期行政体制仍具较强集中性，政策信号正反馈效应加上体制深层矛盾扭曲，使得宏观经济运行容易过度扩张。改革开放前期20余年至少三次发生较明显宏观经济过度扩张，决策层痛下决心紧缩治理才得以摆脱失衡状态。这方面的现实经验教训，使得决策层对自发扩张冲动比较警觉，对财金纪律约束比较看重。

从这一视角观察，2008年年底急促实施一揽子经济刺激计划，又以“快、重、准、实”以及“每周都有政策”方式推进，在宏观经济政策史上显然是极特殊现象。从公开信息及事理分析，当时高层智囊和决策层或许大体接受这样的判断：经济运行面临“百年不遇”的形势，一段时期经济基本面临单边下行风险，因而重手刺激也不易过度。探讨“百年不遇”判断的真实含义、经验依据及可能偏颇，应是理解和评估一揽子刺激政策的关键认识环节。

在两重意义上“百年不遇说”确有事实依据，虽然这类表述仍有可探讨之处。一是认为美国金融危机严重性百年不遇。21世纪初美联储实施超低利率政策，诱致华尔街创造大量有毒资产套利，金融部门系统性风险集聚在2008年年底爆发资产负债表危机，华尔街金融心脏

区面临崩盘风险。美国人担忧再现20世纪30年代经济大萧条，于是有百年不遇之说。

这个说法可商榷处在于，当年金融危机导致经济大萧条，关键条件在于当时金本位货币制度加上美联储政策偏误加剧“债务—通货紧缩”螺旋效应，而当代纸币制度与货币理论演变其实已实质性改变问题的边界条件。公权力货币干预意愿增强和能力提升，导致通货膨胀和资产泡沫挥之不去，然而金融危机通过债务—通货紧缩走向大萧条传导机制毕竟难以现实展开。好比历史上肺结核流行带来灾难，有链霉素后，同样疫情影响会大不相同。

事实上美国金融危机爆发后，官方快速推出超强刺激救市政策。美国经济虽仍免不了经历短期严重衰退，然而金融系统很快走出休克急救状态，百年不遇说逐渐式微。美国经济深层问题在于，由于难以“很快盼来”大规模前沿产业技术革命“及时雨”，常规投资增长在开放环境下受到新兴经济体竞争作用制约，走出“急救室”后难以摆脱“复苏不易，景气难再”状态。这个问题的深刻性或许不亚于大萧条，然而却无法通过超常刺激政策解套，“激素”服用过多反倒可能使长期病情变得更加复杂糟糕。

二是认为美国金融危机对我国经济冲击来势猛，扩散快，影响大，百年不遇。我国出口曾在金融危机冲击下大幅下滑，月度同比跌幅曾超过26.5%，比东亚危机时的17%峰值跌幅更大。另有研究机构调研估测认为，数以百万计沿海省份出口部门工人提早返乡过节，提示出口下跌给就业形势带来风险。

过去几十年我国经济逐步开放发展，早先相对封闭时期外部危机冲击影响较小；另外危机前一段时期我国外部顺差失衡空前增长，使得宏观经济运行对外部环境冲击脆弱性加大。考虑这些情况，把外需萎缩冲击比作百年不遇，强调外部环境恶化影响严重性确实有道理，

这时转而实施扩大内需的宏调政策也是正确的。同时也应反思早先体制弊端和政策偏差，通过加快深化改革根治外部失衡。

在充分肯定宏观政策当时实施顺周期调整必要性与紧迫性的同时，是否需急促实施一揽子超常刺激政策，或许还应着重考察国内长期增长和短期宏观形势基本面条件。大国全局性经济政策主要应由内部条件决定。假如我国金融系统也面临严重资产负债表危机压力，或内需恶化显示某种“百年不遇”危险征兆，我们或许也不得不像美国那样用经济“激素”药方给予刺激与急救。反之，如果国内经济基本面状态根本没有出现百年不遇式异动异常，政策应对上是否应重手刺激，如何慎防刺激过度后遗症，则显然应成为事先斟酌和事后探讨的问题。

退出悖论

高强度刺激措施作为特殊经济政策，即便确有必要也会带来副作用。好比医生在特殊情况下给患者服用激素，一旦病情好转就需适时减量断药，重手刺激政策也需在相应特殊形势变化后适时退出。

经济反弹与退出时机

2008年下半年外部金融危机爆发，我国经济运行出现外需严重滑坡、经济增速下滑、企业经营困难、失业风险加大等方面困难，政府紧急推出4万亿刺激计划，意在避免经济严重衰退和失业大规模加剧局面。刺激政策既因经济下行风险过大而推出，2009年经济走势超预期反弹则提示或可较早适时退出。然而回顾当时形势，适时退出面临特殊困难。

当时经济反弹有多快？我国经济具有发展阶段优势条件，虽遇短期困难，然而基本面并无大碍，加上放松货币信贷释放短期强大刺激效应，宏观先行数据显示，4万亿计划宣布不久实体经济便扭转早先下行走势蓄势反弹。在笔者主持的2009年2月第16次“CMRC（北京大学中国宏观经济研究中心）中国经济观察季度经济报告会”上，宋国青教授分析数据得出“需求快速回升的可能性增大”结论，他在3月底宏观评论中进一步提出“总需求将强烈回升”。

在2009年4月下旬第17次“CMRC中国经济观察季度经济报告会”上，梁红博士断言“中国经济毫无疑问已经见底，经济谷底大概出现在去年12月中旬。现在经济呈现斜角大于45度角的V形反弹态势”。依据对2009年前两个季度宏观经济走势的系统观察，笔者在2009年7月2日CCER-NBER（北京大学中国经济研究中心—美国国家经济研究局）第

11次经济学年会上报告“中国宏观经济V形走势”，指出“现在需要关注海量信贷扩张以及经济过度刺激的潜在风险”。

保就业是出台4万亿刺激政策的基本目标之一。有机构提出受外部危机影响，2008年年底我国2000万农民工失业，成为加大刺激政策力度的重要考量之一。有关2000万农民工失业的流行观点是否准确有不同意见讨论，可以确定的事实是，2009年上半年劳动市场形势好过预期，也客观提出较早退出要求。

人社部依据全国数据概括2009年1月初就业形势，认为当时“就业形势总体上仍然保持平稳”，指出“在自然灾害和国际金融危机的影响下”出现这一形势“实属不易”。2009年4月24日，人社部官员在新闻发布会上报告，我国2009年一季度“累计实现城镇新增就业268万人”。后来官方统计显示，2009年和2010年我国新增非农就业总量分别为1461万人和1237万人。

人社部另外一次新闻发布会介绍了2009年上半年农民工就业情况：“春节以后，有95%（返乡过节）的农民工回到城里就业，剩下的还有5%在农村就地就近就业和返乡创业。到六月份，外出农民工又新增了1000万人，到城市就业的农民工只有不到3%目前还在寻找工作。”后来官方统计显示，2009年和2010年农民工增量分别为440万和1250万人。

经济困难时城镇失业人数虽有所增加，但城镇登记失业率几乎没有发生显著波动。人社部数据显示，2009年一季度登记失业率为4.3%，比上年年底上升了0.1个百分点，失业人员也由886万人上升到915万人。由于采取了一系列的有效措施，包括扩大内需的相关政策拉动就业，2009年二季度失业率也保持在4.3%，登记失业人数下降了9万人。后来官方统计显示，2009年和2010年城镇登记失业率分别为4.3%和4.1%，

刺激政策方针演变

制定一揽子刺激规划时对某些政策考虑了实施时期。比如4万亿投资计划期到2010年年底，2009年年初领导人提到家电下乡政策“至少要坚持五年”。不过没有发现有关刺激政策整体退出时间表。设计刺激计划时强调遭遇百年不遇的危机冲击，经济下行和景气低迷压力自然会延续较长时期。始料未及的经济反弹和通胀压力客观上提出退出问题，然而与推出4万亿刺激计划时出手果决急迫与雷厉风行不同，受种种因素制约在考量退出策略时极为持重以至明显迟缓。

刺激政策方针大体经历几阶段演变。第一阶段从2008年年底到2009年初夏，刺激政策强势发力并加大力度。2008年年底4万亿投资计划问世后，2009年年初密集推出振兴十大产业规划，出台家电下乡等刺激措施。2009年两会期间领导人强调我们“储备了充足的‘弹药’，随时都可以提出新的刺激经济的政策”。2009年5月出台降低房地产开发企业项目资本金比例要求，被评论为给房地产商带来意外惊喜，从一个角度显示决策者仍担忧刺激政策力度不足。

第二阶段是2009年夏秋到年底。2009年上半年统计数据显示经济V形反弹，后续通胀和过量信用扩张风险提升。高层夏秋季到多省市密集调研，在肯定经济企稳回升事实的同时，强调经济回升基础不稳，在政策方针层面仍强调保持政策持续性和稳定性，要求坚定不移地实施一揽子刺激政策，同时增加政策实施的针对性和灵活性。给定2009年下半年形势，决策层或许内部评估过退出问题，公开信息是年底仍坚持不应过早退出的立场。

2009年12月7日，中央经济工作会议要求“保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，根据新形势新情况着力提高政策的针对性和灵活性”。2009年12月底领导人指出，“经济发展正处在企稳回升的关键时期，但经济企稳回升并不等于经济根本好转，经济根本好转不等于经济能走上可持续发展

轨道。过早地把刺激经济的政策退出，就可能前功尽弃，甚至使形势发生逆转”。这是高层罕见公开论述“退出”问题。

2010年在宏调方针层面仍保留刺激政策关键表述，例如，2010年7月，中央政治局会议定调下半年经济政策方针，要求“继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，提高宏观调控的针对性和灵活性”，同时要求重视结构调整，管理通胀预期。在新一轮通胀逐步全面展开的形势下，抑制通胀实际已成为宏观政策操作层面的重要内容。2010年12月，中央经济工作会议提出“要实施稳健的货币政策”，最终取代“适度宽松的货币政策”标志性表述。

刺激政策退出路径

虽然政策方针表述变化比较间接缓慢，然而刺激政策内容边际调整实际早已发生。货币信贷政策早在2009年夏季发生边际调整。央行在2009年二季度货币信贷数据出炉之前，通过调整公开市场操作方式传递政策微调意向。6月30日推出4月以来暂停的91天正回购，7月9日重启一年期央票，7月中旬向部分金融机构发行定向央票调控过度放贷。银监部门2009年夏季也开始通过窗口指导限制贷款增速，8月出台修改银行资本金定义方式文件的征求意见稿，试图采用降低次级债计入银行资本金比例这个争议方式调控信贷。

在我国经济转型时期，股票市场首次公开发行（IPO）管制政策变动显示某种宏调含义。外部金融危机期间，针对宏观经济和资本市场走低形势，监管部门从2008年9月暂停IPO。随着2009年经济快速回升，上证综指从2008年10月1816点一路回升，7月一度突破3500点。6月29日随首单桂林三金申购新一轮IPO重启，此后到2010年4月间，IPO融资超过7000亿元，是历史上9个月融资规模最大时期之一。

产业政策部门被动调整房地产政策也显示某种退出含义。2009年5月较大幅调低房地产开发商自有资金比例具有追加刺激房地产政策效果，然而房价持续快速飙升并出现泡沫迹象，促使相关政策不久发生调整。2009年12月到2010年4月，接连出台业内称作“国四条”“国十一条”和“新国十条”的房市紧缩政策。具体措施包括：针对购房套数实行首付和利率差别更大的房贷政策，针对是否具有特定城市居民身份实行差别房贷政策，加快物业税、房产税试点，加强对土地闲置和捂盘惜售的监管力度等。

从4万亿计划出台到2010年年初，官方统计全国房价上涨四成以上，显示货币信贷扩张在推动实体经济反弹的同时，客观上也鼓励了房地产投机者的勇气和信心。到2009年年底，周期滞后的流量通胀指标开始呈现通胀压力。2010年5月，能源原料价格月度同比价格指数增速达到峰值超过12%，PPI超过7%，CPI也超过3%。此后到2011年8月，流量物价指数呈现高位或上升走势：原料能源价格涨幅在10%上下波动，PPI在7%上下波动，CPI则上升到6%新一轮峰值以上。这一背景下，2010年局部退出表现更为明显。

刺激政策为地方举债扩张提供便利条件，有关部门甚至出台允许地方政府有条件“搭桥贷款”等激进刺激措施。2009年各类地方投融资平台负债空间增长，并伴随局部地区杠杆率过高风险。2010年地方融资平台政策明显变化，2010年6月，国务院发布19号文件，对融资平台公司进行清理规范，制止地方政府违规担保行为。在信贷政策方面，与2009年规定信贷“下限”不同，2010年年初，有关部门规定了新增贷款7.5万亿元的“上限”管制。

在货币政策方面，央行从2010年2月到12月五次提高存准率，从15.5%提高到18.5%。2010年6月人民币汇率再次回归有管理浮动制，此后到年底对美元升幅超过3个百分点。2010年11月一年期存贷款利率分别提高0.25个百分点，是2008年12月以来第一次升息。然而边际和局

部调整难以消除新一轮通胀困扰。2010年年底有领导人与公众交流，一位听众历数物价上涨表现，问“涨时代”压力明年能否改观，领导人回答：“网友同志，你的一番话刺痛了我的心。”这从一个侧面提示刺激政策与退出迟缓的代价。

退出特点与滞后根源

4万亿一揽子刺激政策的问世、实施与退出，是21世纪以至改革时代宏调政策史的重要实践案例。刺激措施对于扭转当时经济下行和衰退风险并推动经济快速反弹功不可没，然而货币信贷过于宽松与退出迟缓也产生副作用。理性考察其发生根源、展开过程、综合影响以及经验教训，对加深认识我国开放经济长期增长与短期波动规律，完善宏调政策框架与提升科学宏调水平应具有积极借鉴意义。

回顾梳理基本事实不难发现，4万亿刺激政策的退出与它的推出一样具有多方面特点。比如货币当局与信贷监管部门在实施边际退出时出手较早，2009年夏季便开始实施具有退出动向的微调举措，以求控制刺激政策实施最初半年多货币信贷过量扩张。房地产政策转变代表的退出和紧缩调整更是非同寻常：从2009年5月实施加大刺激房地产投资政策，到2009年年底开始接二连三出台抑制房地产泡沫举措，半年多时间，房地产政策环境的变化近乎冰火两重天。

另一特色现象在于，在实体经济强劲反弹、资产价格快速飙升、通胀压力明显加大的形势下，刺激政策受种种因素约束难以全面退出。2010年宏调政策方针则呈现管理通胀预期与宽松货币政策二者并存的令人困惑现象。一段时期“一边踩油门、一边踩刹车”的政策组合，既体现当时经济形势复杂性与宏调政策灵活性，也折射出刺激政策存在某种程度的延滞。

4万亿刺激政策适时退出困难由多方面因素造成。首先，与经济形势判断以及对退出标准的理解不同有关。2009年上半年经济反弹早

期，经济学家对于总需求是否会发生V形回升存在认识分歧。等到2009年前两季度数据显示实体经济确实强劲反弹后，流行观点认为复苏基础未稳。等到2010年年初经济增速明显超过潜在增速，经济偏热和通胀压力明显呈现时，有观点认为即便经济根本好转，仍存在制约可持续发展的深层结构问题。重视现实经济运行存在矛盾与问题无疑是正确的，然而如果在评判退出时采用不确定标准或移动性标准，对退出时机的判断和把握自然难以形成共识。

其次，与某些重要现实考量有关。例如，我国4万亿刺激投资较大程度集中于铁路公路及其他基础设施领域，这些所谓的“铁公基”项目通常具有较长投资周期，如经济反弹后较快适时退出可能会对一些跨年度投资项目实施带来困难。另外经济刺激药方产生效果，一定程度依赖透支未来增长潜力和需求空间，一旦退出难免会拖累后续经济增长并面临调整压力，各方是否愿意较早直面调整压力也会对退出决策产生制约。

最后，4万亿刺激的退出悖论还表现在，当初紧急推出前所未有的刺激规划并实施前所未有的宽松货币措施时，有关政策文告在“百年不遇”题目下对当时形势紧迫性与危急性语出尖锐而严峻。2008年年底实施扩大内需政策显然是必要和正确的，然而大尺度放松信贷货币刺激经济是否可取，学界和社会一直有不同意见探讨。如果2009年经济强势反弹后就适时逐步退出，或许会引发对4万亿刺激是否“完全正确”的进一步反思探讨。既然难以适时退出，通胀直接困扰和潜在风险积累便只能作为必要代价承受，消化其后续影响则构成随后至今新一轮宏观调整的重要内容之一。

政府债务“后遗症”

2013年12月30日，国家审计署发布2013年第32号公告，公布全国政府性债务的审计结果。数据显示，截至2013年6月底，全国从中央到乡镇五级政府性债务总额中，负有偿还责任的债务约20.7万亿元，负有担保责任的债务2.93万亿元，可能承担一定救助责任的债务6.65万亿元。

以2013年中国GDP与政府综合财力估计值做参照，用政府负有偿还责任的债务额计算，中国政府总负债率约为36%，债务率为120%。如包括另外两类或有债务，用政府性债务总额衡量的负债率和债务率分别约为53%和177%。

考虑到国际上通常以60%作为负债率阈值，以90%~150%作为债务率安全区间，同时考虑政府约10万亿元或有负债并非一比一转换为实际债务，目前中国公共债务风险应总体可控。

如考虑社保支出潜在缺口、国有金融机构风险等综合因素，中国更宽口径公共部门隐性债务规模可能还要更大一些。不过中国政府举债并非直接用于消费，而是形成交通运输、市政建设、教科文与保障房等各类资产，国有企业至少还有10多万亿元权益资本。因而目前中国国家资产负债表整体状态应尚属稳健，在世界大国比较中具有较好的状态。

问题在于动态趋势。从最新审计结果看，近年政府性债务增速偏快，债务演变态势与潜在风险堪忧。

2011年审计部门审计中国省、市、县三级政府性债务，结果显示截至2010年年底，全国三级地方政府性债务余额10.7万亿元，其中政

府负有偿还责任的债务6.7万亿元，政府负有担保责任的或有债务2.3万亿元，政府可能承担一定救助责任的其他相关债务1.67万亿元。2010年《全国地方政府性债务审计报告》提供了早先年份地方政府债务余额增速的数据。

由此可获得近年中国地方政府性债务快速扩张的基本图像：债务余额从2007年年底的约4.6万亿元，飙升到2010年年底的10.7万亿元，2013年6月底增至17.9万亿元。

地方政府性债务余额占GDP比率从2007年年底的17.3%，上升到2010年年底的27.3%，增至2013年年中的32.9%。目前地方政府相对全国经济总量的负债率，与实施4万亿刺激措施前比较上升了15个百分点；2011年以来，虽然中央政策开始重视控制债务扩张，负债率仍以每年两个百分点的速度增长。

把最新公布的数据与2013年年中公布的部分地方债务抽样调查结果相比较，也显示目前债务形势不容乐观。审计署2012年11月至2013年2月审计了36个省市以及省会城市本级政府性债务，2013年6月中旬发布的审计结果显示，这36个地方政府性债务在2010—2012年增长12.94%。这一抽样审计结果一度使人们认为，地方政府性债务增速得到较好控制，然而现在看来，2011年以来全国地方政府性债务增速是上述较好样本的好几倍。

即便债务增速较慢的省会城市本级债务较好，样本也有多方面的问题。

据上述审计报告披露：“一些省会城市本级的债务风险凸显。部分地方以土地出让收入为偿债来源的债务余额增长，但土地出让收入增幅下降，偿债压力加大。”“一些地方通过信托、融资租赁、BT（Build-Transfer，建设—移交）和违规集资等方式变相融资现象突出。”违规集资与BT的年利率最高可达17%~20%，蕴含着新的风险隐

患。面临债务挑战的“优等生”尚且有诸多问题，总体债务状态应更不能令人乐观。

2013年12月召开的中央经济工作会议指出：“要全面认识持续健康发展和生产总值增长的关系……努力实现经济发展质量和效益得到提高又不会带来后遗症的速度。”会议还罕见地把“防控债务风险”作为2014年单列工作任务之一，强调“着力防控债务风险。要把控制和化解地方政策性债务风险作为经济工作的重要任务。加强源头规范，把地方政府性债务分门别类纳入全口径预算管理，严格政府举债程序”。

“后遗症”说法当然是作为未来经济工作加以表述的，但这一概念的提炼及提出显然与反思总结早先刺激经济政策的后续影响有关。

2008年年底，启动一揽子刺激措施在随后两年展现的正反两面的突出效果是中国10年宏调大事之一。

4万亿刺激政策推动了当时经济增速很快“V形”回升，并对全球经济复苏做出了重要贡献；同时我们也付出了通胀卷土重来、地方政府债务负担过快增长的代价。作为中国宏调史上的标杆性事件，这次超强刺激政策实践的利弊得失与经验教训，必将对后续宏观经济认识产生深远的影响。

开放大国“回旋镖效应”

国际金融危机爆发前后，国际铁矿石价格大幅下跌，为中国参与2009年铁矿石长期协议价格谈判提供有利条件。

2008年11月谈判开局不久，中国钢铁工业协会与宝钢集团作为中方代表，提出铁矿石价格比上年下调四成的谈判立场。力拓、必和必拓、淡水河谷三大铁矿石出口巨头虽然极力抵制降价，但是，迫于全球经济面临百年不遇危机的冲击大势，也不得不准备接受较大幅度的降价。

然而后来形势出现始料不及的变化。往年铁矿石谈判通常在年中结束，2009年谈判历经数月博弈，仍难以走出僵局。5月底力拓与日本新日铁公司达成铁矿粉降价33%的首发价协议，随后，韩国浦项钢铁集团很快接受与新日铁类似的协议。考虑降价幅度不够，中方拒绝跟进日韩协议，面临更为严峻的谈判形势。

2009年8月中旬，中钢协宣布与“三巨头”之外的、投产仅一年的澳大利亚第三大铁矿石企业FMG达成协议。协议规定，中国钢厂用量最大的粉矿价格降幅为35.02%，比新日铁与力拓达成的33%降幅多出约2个百分点。中国钢铁企业在2009年下半年将从FMG公司采购5000万吨、约相当于全年进口量十分之一的铁矿石。作为连带条件，中国金融机构要在2009年9月30日前为FMG公司提供总额为55亿~60亿美元的融资。

虽然与FMG公司的协议显示出中方对国际铁矿石定价的影响，与FMG有供货协议的中国钢企能获得较低价利益而“难掩兴奋”，整个谈判却难言成功。

业内人士认为，协议“象征意义更大于实质内涵”，媒体亦有中国谈判遭遇失败的评论观点。谈判僵持期间，力拓对2009年年初与中铝达成的注资协议爽约，引发了国内媒体热议与普遍不满，评论认为力拓“过河拆桥、卸磨杀驴”。后又发生力拓在华高管间谍与商业行贿案。这些叠加事件使铁矿石谈判更显扑朔迷离。

铁矿石谈判从最初看似好棋演变为困局有多重原因。谈判对手2009年年初放出限产保价信息干扰形势判断等因素，有一定作用。中方2009年年初要求四成降价是一个不错的起点立场，不过，在后来现货价格已较大幅止跌回升形势下，仍一味坚持早先方针，显然已不符合经贸谈判一般逻辑。国内媒体持续关注，主流观点一边倒要求强硬，对一次商务谈判所必须有的灵活性构成不利约束。

更为根本性的原因在于，中美等国超强刺激政策的影响。中国执世界钢铁市场动态走势之牛耳，投资“铁公基”主导的4万亿刺激政策带动钢铁业快速反弹，中国经济V形回升带动钢铁业和铁矿石实际需求快速飙升，釜底抽薪地改变了铁矿石谈判的攻防形势。就客观效果而非主观意愿而言，中钢协败于发改委刺激政策的成功，而非外国出口“三巨头”的谈判策略。

这个略显诡异的关系不应作为偏好阴谋论朋友的故事题材，而是大国开放经济运行逻辑的一个直白案例。

国际经济学常识告诉我们，小国选择策略可以假定国际价格不变，大国供求关系变动会改变全球价格。中国作为现阶段钢铁体量巨无霸经济体，其供求关系剧烈变动会支配全球价格。

然而，占据支配地位在贸易条件方面可不一定是好事，反倒会使你处于“买啥啥贵，卖啥啥便宜”的尴尬境地。中国贸易条件变动，提供了显示这一约束作用的数量证据。

晚近10多年中国贸易条件大致有两方面特点：一是总体呈下降趋势，2001—2010年累计降幅达23%；二是贸易条件短期变动与国内宏观经济涨落关联，即国内经济增长过快会加剧贸易条件恶化。

国内经济增速与外部贸易条件反向关系在刺激经济前后表现得最为突出。初步估测，以2000年不变价衡量中国贸易条件不利变动，在2010年造成约万亿元损失，占当年不变价国内生产总值约3个百分点。反观2009年全球经济衰退和国际大宗商品价格跳水，中国贸易条件罕见改进带来3000多亿元收益，占当年不变价国内生产总值约1.5个百分点。

笔者和北京大学国家发展研究院博士后李远芳所做研究分析了上述关系形成机理。大致是先有货币等外生冲击启动投资主导的宏观周期变动，对投资敏感的大宗商品和资本品需求随之快速飙升，并由需求超级大国体量决定进口价格快速飙升，给定出口价格呈较为平缓的走势，贸易条件与宏观周期逆向变动。澳大利亚土著有种狩猎器物抛出后能够自动回返，称飞来去器或回旋镖。中国贸易条件与宏观周期的上述联系可称“大国经济回旋镖效应”，提示应慎用超强刺激政策。

区分两种贸易条件

由于进口品价格相对出口品较快增长，中国贸易条件一段时期面临恶化走势。如何看待贸易条件阶段性恶化？它是否表明开放发展对中国根本不利？

考虑这个问题需区分两类贸易条件。用进出口价格相对变动定义的贸易条件又称价格贸易条件，衡量本国与外国产品通过国际贸易实现的交换比例变动。某国特定年份贸易条件恶化5%，表示该国要用超过前一年5%的国内产出，才能在国际市场上交换得到前一年相同数量的进口商品，反之亦然。可见价格贸易条件显然有重要福利含义。

还可从生产率相对变动角度定义贸易条件，衡量两国劳动者工作时间交换比例。如某后进国家可贸易部门劳动生产率是外国的1/50，意味着该国需用本国劳动者50个单位劳动时间（提供的产出）才能交换到外国1个单位劳动时间。这时如果该国能较好利用后发优势，使本国生产率在特定时期相对增长10%，则意味着生产率贸易条件改善10%。

生产率与价格贸易条件变动方向逻辑上可有不同组合。一是二者可能同时改善，这无疑是最佳选择；二是可能一降一升：如特定年份价格贸易条件下降5%，但是生产率贸易条件可能改善8%；三是两种贸易条件都下降。即便在这种情况下，如果开放环境使生产率相对封闭状态下较快提升，从经济评价标准看开放仍是合理选择。

中国21世纪初的实际形势属于上面第二种情况。以铁矿石—钢铁业为例，铁矿石价格阶段性趋势上涨侵蚀了钢铁企业部分利润，不过这个时期中国钢企整体效率历史性提升，仍推动行业空前发展并为大国城市化进程中的“经济骨骼再造”提供关键支持。

开放宏观经济整体情况也显示两种贸易条件指标反向变化。数据显示，一方面，2000—2010年中国进口品价格指数增幅为63.2%，同期出口品价格指数增幅为28.4%，贸易条件累计下降27%，年均约下降2.4%。另一方面，中国制造业劳动生产率增长约3倍，同期经济合作与发展组织（OECD）国家同一指标增长近30%，中国相对于发达国家年均增长10%以上。

就长期经济发展而言，劳动生产率持续追赶比价格贸易条件阶段性变动显然有更为深刻的内涵。邓小平1978年10月访问日本时参观日产汽车工厂，得知日产工人平均汽车年产量是当时中国一汽的几十倍，他深有感触地说："我懂得什么是现代化了。"邓小平把缩小生产率差距看作后进国家经济现代化的本质内涵，为"发展是硬道理"名言提供经验诠释。

后进国家实现劳动生产率持续追赶目标，需满足若干看似简单其实不易的组合条件。首先要搞对体制，通过改革开放提供开放型市场经济的体制条件。以中国汽车产业发展为例，计划体制下国家也曾力求发展，邓小平曾两次视察一汽，进行指导与鼓励，然而受制于体制环境和其他条件，1978年全国汽车产量只有14.9万辆，轿车年产量不过是日产汽车当时的月产量零头。邓小平后来力推改革，正是基于体制选择正反两方面经验教训。

中国改革开放已走过很长道路并取得举世瞩目的成就。然而一段时期关键领域改革滞后，使得经济发展活力降低与深层矛盾积累发酵。十八届三中全会全面深化改革决定标志重建改革共识，如何贯彻落实改革蓝图将是决定中国经济未来持续追赶前景的最重要因素。

生产率追赶必须依靠技术创新，通过引进拿来与自主原创相结合，不断改变社会生产函数结构，提升生产率。破除垄断、放松管制、鼓励公平竞争，激活企业家精神与人民创造性，是生产率追赶的

重要保障。不断提升和优化产业结构与经济结构是助推生产率追赶的基本因素。

生产率追赶也离不开两重意义上的投资。一方面是人力资本积累，就是通过正规教育、职工在工作岗位“干中学”以及农民工转移等各种途径，提升社会劳动者整体素质和人力资本含量。经济发展的同时就是自然推进的人力资本投资或资本形成过程，有研究显示，这一因素对于解释中国过去30多年的经济增长贡献可能高达二三成。

另一方面也不可缺少物质资本积累。通过把储蓄转化成资本，在补充原有资本折旧消耗之外，较快增加社会物质资本存量规模，是后进经济体快速追赶的不二法门。在国际比较意义上中国投资率较高，同时高投资又与转型期现存体制扭曲因素与环境压力相互联系交织，因而对如何看待投资驱动经济追赶争议较大，成为宏观经济分析领域极具中国特色的议题之一。

如何看待高投资

21世纪初，中国经济景气增长伴随投资高涨，投资率从早先的35%左右上升到40%上下。一国经济追赶阶段投资增速较高本属符合规律的现象，然而中国高投资伴随宏观经济偏热，一些领域政府主导投资流弊明显，大国投资发力加剧环保压力，如何看待高投资成为宏观分析争论的焦点。

高投资受到各种质疑。流行观点把投资驱动看作中国经济增长的特点与问题，甚至认为高投资是“自掘坟墓”。

这类批评在具体场合经常针对中国转型背景下政府过多干预，有时意在强调环保、金融、准入体制不完善背景下高投资伴随扭曲，这些都有合理性。不过有时也会发展为过于简单地认定高投资注定是坏投资，主张转向依靠扩大消费的增长模式。

国外一些专家机构评论中国经济特别热衷于这类消费增长模式。如美国著名投行专家史蒂芬·罗奇（Stephen Roach），多年孜孜不倦呼吁“中国应把经济增长的侧重点转向消费”，宣扬“消费型中国方能持续发展”。最近他在新著《失衡：后经济危机时代的再平衡》中宣布：“现在是美中两国互换身份的时候了：美国应该将重点从消费转向制造，中国则正相反。”

另一流行观点从产能过剩的角度质疑高投资。

计划经济是短缺经济，因而没有产能过剩问题，世纪之交产能过剩作为解释当时通货紧缩的一种观点应运而生。新时期产能过剩命题虽为产业政策宏调化提供分析支持，然而宏调抑制投资的主要对象部

门经历了好几倍增长，彰显这一分析范式在学理逻辑与经验事实层面的困难。

从更广阔视角观察，针对高投资现象会得到与流行观点不同的结论。首先应看到，高增长经济必然要求高投资，有能力利用自身高储蓄推动高投资，是中国经济能够较快追赶并逐步收敛的关键条件。对此需拨乱反正、正本清源，不应自废武功。

道理很简单：一国经济发展和人民富裕程度提升最终取决于劳动生产率增长，资本存量与社会生产函数其他结构变量决定劳动生产率高低。新增投资在补偿资本折旧外扩大资本存量，是一个社会维持最低经济发展的必要条件，经济追赶则要求更高投资增速。

近现代经济学说史上的名家大师，无不高度重视高投资的作用。

古典经济学家从斯密到穆勒，普遍认同资本积累对扩大生产和增加国家财富的积极作用，这一观点被新古典经济学家如马歇尔、熊彼特所传承。现代增长理论早期作者如哈罗德、刘易斯、罗斯托等，肯定大规模投资对现代经济转型的意义。囿于技术度量特殊方法，“索罗模型”对投资比较保留，随后新增长理论通过资本、知识溢出效应等假说，在更高水平上重回强调投资对长期增长贡献的理论立场。

国际比较经验显示，不同历史时期工业化国家呈现投资率峰值上升趋势。

英国最先工业化时期投资率峰值约为12%~20%，美国工业革命时升到28%。“二战”后追赶国投资率峰值进一步提升：日本20世纪70年代初达35%左右，韩国20世纪90年代初曾达38%。越是晚近时代，全球化拓展深化使信息、技术转移越发便利，后进国家追赶期潜在供给与投资率峰值动态提升。中国近年高投资现象主要是这个规律的表现。

当然不是说投资率越高越好。相反，“二战”后最初几十年很多发展中国家选用计划体制和政府主导模式实施赶超战略，虽在一段时期内依靠政府强制动员社会储蓄实现高投资，最终遭遇微观绩效低下与宏观失衡而无法持续，不得不通过改革开放另谋出路。

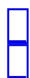
教训是，要让高投资成为好投资，需解决体制选择这个重大前提性问题。

由于体制转型尚未完成，中国新时期高投资也存在多方面问题，表现为土地、汇率等要素价格扭曲刺激投资过度冲动，政府过多干预造成扭曲。

与货币和总需求过度扩张相联系，投资也面临阶段性总量过热问题。另外大国高投资加剧排放压力，对我们提出增长与环保之间“鱼与熊掌”的取舍难题。

结论是，对高投资要讲两句话。首先，要看到“高增长—快追赶”与“高储蓄—高投资”符合经济规律。简单否定高投资，片面追求消费主导增长，在学理上需要商榷，现实也行不通。

同时，要高度重视高投资折射的体制性与机制性扭曲因素，反思产能过剩分析范式与产业政策宏调化派生的行政管制投资模式。借贯彻落实三中全会决定东风，在深化改革、搞对价格、扩大准入、减少管制的基础上，转向让市场决定均衡投资新体制。



第四部分 新常态与非常态

第九章 中国进入失衡调整期—我国近年宏观形势特点解析

十八大以来，新领导层实施推进改革、调整结构、稳定宏观、防控风险的组合政策，经过一段时期努力已经取得多方面阶段性成就，初步开创出我国经济改革与发展新局面。不过短期经济增长形势仍面临困难。受“三期叠加”效应制约，2012—2013年两年经济增速在7.5%上下较低水平企稳波动，并不时面临下行压力。2014年二季度经济增速7.5%，显示经济运行在较低位盘整态势仍在延续。

经济运行和宏调政策引发学界讨论争议。在如何看待经济增速走缓的原因方面，研究人员提出外部环境拖累、潜在产出下降、调整早先失衡、政策过于紧缩等不同解释，对宏调政策也提出不同观点讨论。一种观点认为，上述促改革、调结构、稳宏观、控风险方针，符合我国经济发展根本要求，对早先宏观失衡具有对症下药作用，是必要而正确的。不同观点也一般肯定结构改革必要性，然而认为宏调政策应采用刺激药方，放松货币信贷，加大刺激力度，用政策力量改变目前所谓“准通缩”形势。

随着经济增速放缓带来内部张力加大，上述争论由早先较多局限于内部交流，到后来成为财经媒体经常讨论的话题，观点呈现更为发散之势。李克强总理2014年6月中旬访欧时阐述宏调政策，引发7.5%增速目标“下限论”与“左右论”争议，媒体报道央行下属同一机构官员对宏调政策观察评说大相径庭，折射出我国宏观形势复杂性与宏调政策敏感性都在加大。

需从现实、逻辑、历史等综合角度认识我国近年宏观经济走势成因机制，这不仅对保持定力继续实施正确政策具有必要性，也有助于理解转型开放大国经济成长内在规律。笔者认为，近年我国经济运行呈现双重调整特征。一是受发展阶段演进规律作用以及要素价格变动引导，产业结构与区域结构出现活跃变化，与此相联系，服务业与中西部地区较快增长，成为推动整体经济增长的新引擎。这方面结构性变化显示，我国作为转型大国，现阶段经济发展仍具有内在活力与特殊优势，构成有利于实现稳增长目标的基本面因素。

二是早先宏观失衡派生必要调整，对短期经济增长构成某种制约。21世纪初，我国经济成长取得重要成就，然而由于改革滞后和机制扭曲作用，宏调政策认知、判断和实施存在有待探讨的问题，逐步累积形成深层矛盾和结构失衡，决定了近年调整的客观必然性。在货币政策与宏观政策修复过度扩张偏颇并回到审慎中性的可持续立场之后，早先过度扩张部门与地区经历不同程度的调整。市场出清机制与宏观财金纪律逐步发力，派生减杠杆、去产能、化风险的过程，对短期经济运行具有减速作用。

因而，对当下宏观经济形势的调整特点，需从早先宏观失衡发生机制上去寻求解答。依据这一理解，首先观察近年经济运行和宏调政策表现特点，接着依据对早先10年宏调史观察，从五个环节分析早先失衡形成机制，最后梳理讨论近年调整的逻辑、阶段和趋势。

近年调整形势主要表现

对新一轮调整表现可从以下几方面观察。

一是经济增速走缓。2012年二季度到2014年二季度经济增速在7.5%上下企稳波动，2012—2013年两年的年经济增速低于8%。2014年前两个季度增速分别为7.4%和7.5%，少数资源生产和加工密集型省份如黑龙江、河北、山西，2014年一季度增速降到4%~5%上下。

二是一些行业产能过剩压力增加。计划短缺经济产能利用率过高，受体制转型大背景制约，改革开放以来我国工业部门闲置利用率呈下降趋势，2012年77.2%的整体产能利用率，低于该指标线性趋势值大约3个百分点。

三是房地产市场面临下行压力。房地产销售面积和投资增速显著下降，整体价格面临增速下行压力，一些城市和地区经历不同程度价格下调，房地产销售额下降。出现个别房地产商倒闭事件，杭州著名房地产开发企业绿城部分重组显示行业调整深化。

四是财政收入增速回落，少数地区面临财政困难。2013年全国财政收入多年来第一次降低到约10%的较低水平。少数资源性地区和城市财政收入增速跌幅更大。笔者之前考察某个中部资源性城市，财政收入增速从早先10年平均25%以上下跌到2013年的2%左右。

五是在目前稳健中性货币和宏观政策环境下，早先累积的高杠杆和高债务风险显露和释放。如2014年发生多起信托产品和债券兑付困难案例。ST超日无法对“11超日债”债民全额支付2014年3月7日到期的8980万元债权利息，打破公募债券“隐性刚性兑付”预期。

六是政策方针取向调整。经济政策更加重视力推改革，宏调政策以下组合内容体现调整取向。（1）宏观要稳的基本原则，2013年4月政治局常委会提出微观要活、宏观要稳、社会政策要托底的方针，此后再三重申和强调，传达避免过度刺激、避免竭泽而渔、避免频繁变动等内涵。（2）三期叠加的形势判断，从换挡期、阵痛期、消化期方面理解目前经济形势特点的现实与客观基础。（3）区间管理的宏调思路，确定通胀上限与增长下限，不刻意追求过高增长，同时采取务实措施稳增长。（4）谨慎务实的应对策略。一方面实施稳健中性货币与金融政策，通过多种货币政策工具保证足够流动性，同时避免货币扩张刺激并利用市场出清机制和财金纪律挤水分、减杠杆与控风险。另一方面实施“民生基建投资”和“发债信贷融资”“双定向”政策稳增长，为增长方式向自主和内生机制转变赢得时间。

发展成就与失衡原因

21世纪初，我国经济经历了一轮前所未有的开放景气增长，实际汇率升值趋势展开，派生名义追赶速度第一次超过实际追赶速度，不仅使得国内经济发展迈上新台阶，同时也使得中国经济在全球范围影响力前所未有地增强。然而高速增长和追赶也派生很多新矛盾、新问题，逐步形成一个新的宏观失衡格局。

首先，应肯定21世纪初我国开放经济成长的巨大成就。宏观经济在走出世纪之交通货紧缩后，2003—2007年持续五年以超过两位数增速扩张，年均增速达到11.7%的高位。更为独特之处在于，我国宏观经济一反早先时期高增长周期阶段通常伴随本币面临持续贬值压力的扩张形态，稳定呈现出经济高增长伴随实际汇率升值的新格局。中国经济成长第一次出现以美元衡量增速大大快于本币增速、名义追赶增速超过实际追赶增速的形势。

数据显示，1979—2002年本币GDP实际年均增速约为9.6%，考虑GDP平减指数后名义年均增速约为15.7%，然而由于同期人民币汇率从1美元兑1.58元人民币贬值到1美元兑8.28元人民币，美元衡量经济总量年均增速约为7.97%。2003—2013年发生实质性转变：本币GDP实际年均增速10.5%，本币名义GDP年均增速为15.4%，同期美元衡量GDP年均增速达到18.89%，是早先时期同一增速指标的2.36倍。现价美元衡量GDP总量从1978年的0.23万亿美元，增长到2002年的1.45万亿美元，24年增量为1.22万亿美元。2003—2013年现价美元GDP从1.64万亿美元增加到9.25万亿美元，10年增量为7.61万亿美元。

经济发展取得成就当然是因为中国做对了很多事情：20世纪90年代后半期，改革全面突破并围绕入世实施扩大开放战略，胡温时期坚

持改革开放和谋求发展方针提供基本制度和政策保障；企业微观主体在竞争开放环境中学习成长以及劳动者人力资本逐步提升，为经济持续增长提供根本动力源。我国可贸易部门劳动生产率追赶、工业企业资本回报率提升、10余年1亿多农民工转移和1.5亿非农就业岗位创造等方面经验证据都显示，中国经济追赶具有基本面条件支持，是真实的而非虚假的，合乎规律而非违背规律。

然而新时期经济运行也存在多方面问题：体制扭曲、权力经济、贫富差距、改革滞后、政策不完善等，都对持续增长和追赶带来挑战。从开放宏观经济运行可持续角度观察，受五个环节因素作用形成一种特殊失衡格局并对后续发展带来调整压力。五个环节联系可大体表述为：要素价格没搞对是起点条件，货币总量难管好是关键因素，通货膨胀摁不住是直接后果，宏观调控宽泛化是政策效应，深层改革难推动是深层影响。需分析早先时期特殊宏观失衡机制，才能在逻辑与历史相统一意义上理解十八大以后推进改革的紧迫性和调整必然性。

价格没搞对与货币难管好

首先，看价格没搞对。价格对市场配置资源具有信号功能，市场机制一定程度归结为价格机制，因而价格没搞对与市场改革不到位具有类似含义。一是汇率这个开放经济基本相对价格没搞对。数据显示，2000—2013年我国制造业劳动生产率增长3.9倍，2000—2011年相对经济合作与发展组织（OECD）国家平均水平增长2.14倍。制造业是一国最基本的可贸易部门，在可贸易部门生产率快速大幅追赶背景下，人为维系盯住汇率体制，或过于强调稳定汇率目标，会引入本币动态低估失衡。由于汇率涉及与贸易伙伴国关系，也涉及如何看待调节外需对经济增速和就业影响等敏感问题，汇率市场化改革滞后并引入汇率动态低估因素。汇率失衡与其他因素共同作用，成为助推国际收支顺差失衡一度快速加剧的关键原因。经10余年讨论与检验，目前这个问题敏感度有所下降，汇率市场化改革共识度提升，然而问题仍未完全解决。

二是利率这个宏观经济的基本价格没搞对。过去10余年，虽然有关政策方针肯定利率市场化改革方向，然而在改革存贷款不对称特殊利率管制体制方面一直迈不开实质性步子。“存款下不设底管上限，贷款上不封顶管下限”的特色管制，虽然给银行系统稳定提供大尺度利差和垄断利润，却付出利率价格长期扭曲的代价。2003年1月到2012年12月共120个月中，用CPI比较衡量有72个月或六成月份是负利率；简单把各月实际利率相加，存款实际累计利率大约是15%负收益，显示利率价格存在明显问题。利率不均衡与金融准入管制相互支持，形成半市场体制格局固化倾向。值得注意的是，生产率快速追赶背景下汇率动态低估失衡，客观上增加推进利率市场化改革困难和阻力，显示不同宏观价格失衡之间具有内在联系。

三是土地这个关键要素价格没搞对。我国特殊发展环境演变出极为特殊的土地制度。这个制度下，法律肯定的农户拥有地权仅限于农业用地权属，失去土地理论上只应得到补偿农业用地的机会成本，在很多场合这样计算的农地价格只有几万元一亩，与很多城市商业开发用地每亩百万元甚至更高价格相差悬殊。这一体制使得地方政府可能低价获取土地后高价出售，构成地方土地财政的制度条件。地方政府给工业企业供地时压低价格，供应房地产等商业用地人为抬高价格，体制性干预作用使得市场配置土地资源受到较大限制，土地价格持续存在扭曲。政府在低价获取土地过程中与农民作为农地实际占有方之间实力悬殊的博弈角力，构成层出不穷的征地矛盾甚至个别场合冲突的体制根源。土地占用与流转中非市场因素和低透明度特点，为一些村干部和政府官员以权谋私甚至贪污腐败提供制度性温床。

汇率、利率、土地等基本要素配置体制局限，导致其价格不同程度扭曲和低估，加上经济增长基本面本身动力强劲，使得开放宏观经济过快扩张，并派生经济运行一段时期易热难冷的特征。

其次，看货币难管好。21世纪初10余年中国开放宏观经济运行提供一个完整案例，显示价格没搞对如何派生出货币难管好局面。数据显示，2003—2012年不变价衡量的实际经济总量从13.6万亿元增长到33.3万亿元，2012年是10年前的2.45倍；但是2003—2012年广义货币从22.1万亿元增长到97.3万亿元，2012年是10年前的4.4倍；2003—2012年央行资产规模从6.2万亿元增长到29.2万亿元，2012年是10年前的4.7倍；剔除股票融资的社会融资总额增长更快，2012年是10年前的6倍以上。

这个时期，广义货币扩张速度以及广义负债扩张幅度，是实际经济增长幅度的2~3倍。货币过度扩张有多方面原因，从央行资产负债表变化看，外汇储备占央行资产比例从2003年的54%上升到2012年的72%，这个时期近八成央行资产膨胀可由储备资产扩大解释。可见外汇

储备规模过量是货币过度扩张的重要推手，汇率价格没搞对与国际收支持续顺差失衡是货币扩张的关键原因。据报道，李克强总理2014年5月中旬访问肯尼亚时指出：“从中国来说，如果整体上贸易不平衡，会给我们宏观经济调控带来极大的压力，我这里也坦率地说，比较多的外汇储备已经是我们很大的负担，因为它要变成本国的基础货币，会影响通货膨胀。”可见高层对外部失衡与内部失衡之间的内在联系有明确认识。

新通胀物价表现新特点

通胀压力挥之不去是宏观失衡五环节链条的第三点内容。货币偏快扩张必然带来通胀压力和物价上涨，然而通胀的物价表现会有结构特点。从货币学说史看，无论是费雪教授对货币学派的经典表达，还是剑桥学派的货币余额学说，或是弗里德曼教授对货币学说现代形式的阐述，都包含这样的认识：货币过度扩张后，货币流向物品对象及其价格变动程度具有不对称性。费雪曾比喻：“正如一条河流一半放置障碍，会使得另外一半流量增多，一些商品价格变动不充分会造成另外商品价格的过量调整。”因而教科书所言通货膨胀表现为一般物价上涨，在现实生活中其实通过商品和资产不同程度的价格上升表现出来。

如果说通胀环境下物价涨幅呈现结构性是具有规律性的现象，我国21世纪初10年宏观经济运行为这个规律提供了一个大国经验样本。这个时期CPI或GDP平减指数等常规宏观流量物价指数上涨，房地产等资产价格更是间歇性大幅飙升。数据显示，月度CPI同比增长率2008年一季度曾超过8%，2002—2012年一半年份GDP平减指数增幅在6.7%~7.8%较高位波动。然而资产价格飙升成为新时期通胀压力更为突出表现，例如，上证指数曾经从2006年年初的1300点飙升到2007年10月的6124点，商品房平均价格则在近10年增长好几倍。

把2003—2012年10余种分类宏观物价指数的平均涨幅数据画在一幅图中，观察比较可以清晰看出一点关系，就是不同流量和存量物品价格上涨幅度与各自供给弹性大小成反比。这应该是货币冲击和通胀环境下不同物品价格变动结构性特点的重要形成机制。例如受巴拉萨效应影响，我国这个时期可贸易部门生产率快速追赶在工业制造部门表现得最为突出，该部门产出品供给较高弹性使得同期“不含食品

CPI”“生活资料PPI”等物价指数涨幅最低，成为费雪教授隐喻的因“放置障碍”流量受到抑制的那“一半”河流。相反，农产品、少数上游工业部门、国外进口初级商品等，由于各自原因供给弹性较小，结果粮食、肉类、大宗商品价格平均物价涨幅较高。

随着20世纪末我国推进住房体制改革，房地产市场化程度快速提升，商品房成为通胀环境下吸纳超发货币的重要对象，房价飙升成为21世纪通胀在物价表现层面与早先时期截然不同的特点。“物品价格涨幅与供给弹性大小成反比规律”对此同样有解释作用。房地产供给弹性较小至少有两方面原因：一是房地产开发通常需要一两年建设周期因素限制，房地产短期价格弹性较低。二是在我国独特土地制度下，地方政府垄断商品房供地，抑制数量以抬高价格，追求卖地收益最大化是垄断供给行为的通常模式，这个机制性因素进一步降低房地产市场供给面反应能力。新时期我国房地产市场最具有费雪教授笔下另外一半“河流”流量更多的特点。

上述观察提示我们，在大国可贸易部门生产率快速追赶阶段，货币过度扩张更容易引发资产价格特别是房地产价格泡沫及相应金融风险。由于中国经济超级数量规模，上述变动可能具有外部溢出效应。

宽泛化宏调的利弊

宏观失衡五环节成因的第四节链条是宏调宽泛化。面对货币信用过度扩张带来通货膨胀与宏观失衡问题，政府务实采取各种宏观调控举措加以应对治理。这个时期宏调政策实践呈现宏调主体部门多样化、宏调实施工具宽泛化等方面特点。

梳理10年宏调史情况，发现有多达10来个政府部门被赋予或自称为宏观调控部门，有几十种政策工具手段作为宏调措施采用。这些宏调手段既有像利率、公开市场操作、发行国债等其他市场经济国家也会采用的政策工具，也包括信贷数量控制、银行窗口指导、投资审批核准、特定行业投资资本金差异化要求等更为接近产业政策的调控手段，还包括冻结建设用地供应、价格管制、重大案件查处等力度更大的行政干预措施。这些政策工具在设计原理、目标对象、使用频率上多有差异，不过都与宏观经济偏热压力存在明显联系，不同程度作为调控总需求和治理通胀手段加以运用。

伴随中国经济体制转型，宏观经济政策也经历试错和转型。上述观察显示，中国应对宏观经济波动时政策选择自由度与灵活性较大，不受条条框框的制约，把相机抉择特点发挥得淋漓尽致。另外，不同时期实施的具体政策，对维持中国宏观经济环境大体稳定，也实际发挥了重要作用。不过宏调工具过于宽泛化也带来诸多需要探讨的问题。

上述宏调模式下，与市场经济原则兼容度较高的参数性、总量性、间接性调节工具利用受到限制，集中地表现为汇率弹性不足和利率相对呆滞。开放的经济大国追赶阶段需要增加本币汇率弹性，由于人民币汇率体制改革推进比较滞后，汇率弹性不足使得我们一段时期

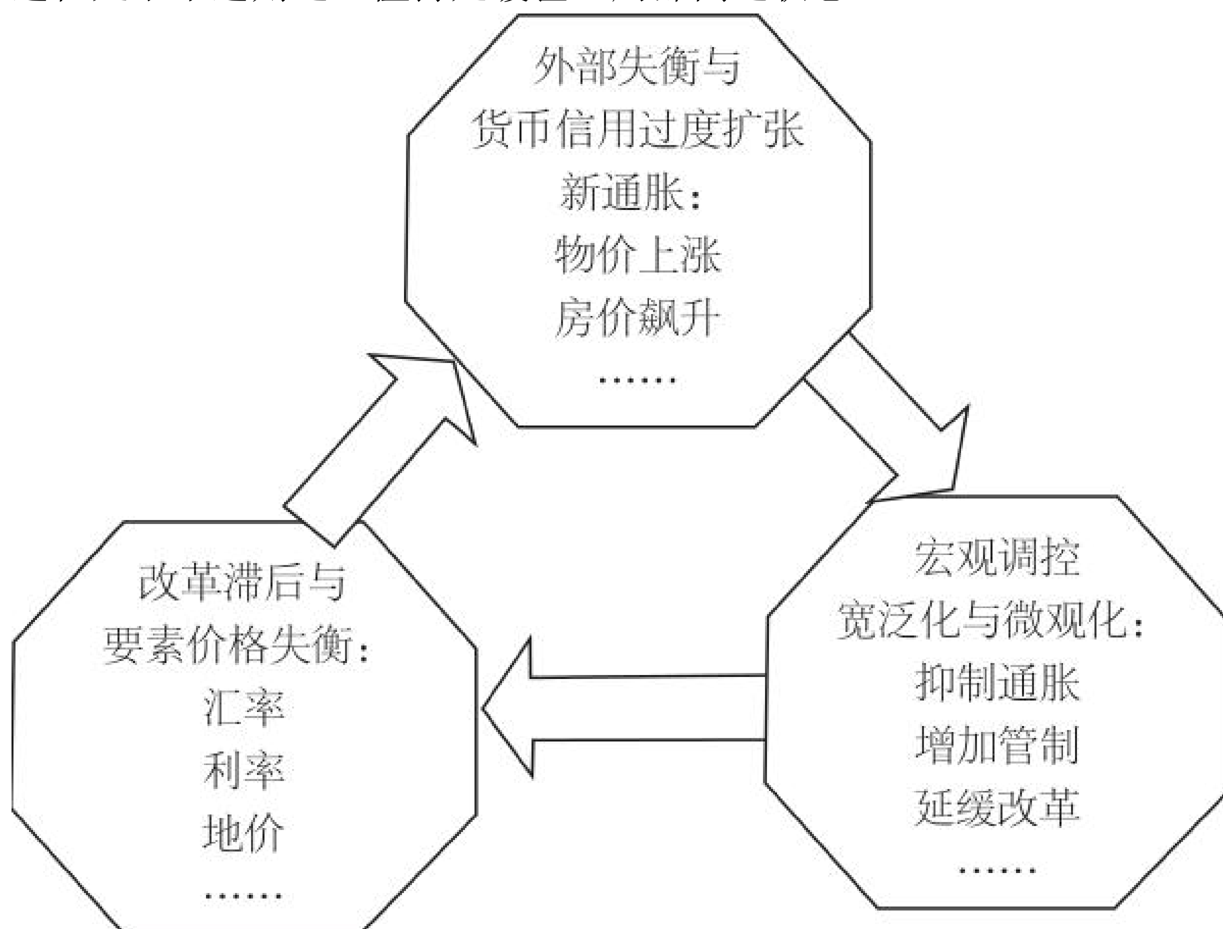
难以充分利用价格手段调节国际收支失衡。利率调节也相对呆滞，如2000—2012年中国消费物价变动幅度为10.2个百分点，存款利率仅变动2.16个百分点；比较同期美国消费物价变动6.33个百分点，基准利率变动6.41个百分点。中国利率调节相对程度只有美国大约1/5，与更多国家比较显示类似结果。

准入性、数量性、行政性手段采用偏多，不同程度带来“宏观调控微观化”问题。例如，依托产能过剩概念，超越环保和安全管制标准限制和禁止特定部门投资，其合理性和有效性其实有待探讨。把环保、土地、IPO审批、金融监管等职能作为宏观调控手段，会面临宏观政策周期变动的必要性与功能性监管长期相对稳定性之间的矛盾。至于采用冻结土地或查处大案进行调控，或直接干预微观价格调节机制，即使是迫于某种特殊形势不得已为之，相信为政者也深知存在明显副作用。

更为要紧的是，宏调宽泛化、产业化、微观化延续时间过长，本身会支持过度管制与转型期体制内残存非市场性因素，不利于市场化改革深化与推进。10年宏调提示了一条重要经验：特定时期宏观政策属于总需求管理范畴下相机抉择的短期问题，然而利用何种机制、采用什么工具调节总需求，涉及如何界定政府权力与市场作用范围，属于长期体制安排问题。频繁采用产业干预与数量准入管制手段进行宏观调控，与深化改革完善市场体制目标具有内在矛盾。体制不完善诱发促成开放宏观经济失衡，宏观调控包含的不合理因素客观上加强体制不完善因素，与失衡起点条件构成一个闭合性作用链条。

可以用一幅包含三个板块的简单示意图概括上述分析，如下图所示。左下方板块表示市场化改革滞后，伴随要素价格不合理，构成宏观经济失衡的体制根源。正上方板块显示要素价格扭曲派生外部失衡与货币信用过度扩张，通货膨胀表现为不同于20世纪后期的结构性物价上涨。右下方板块说明宏观调控频繁采用数量管制型、产业政策

型、行政干预型工具，虽在控制通胀方面取得短期效果，但同时也给政府部门在宏调名义下干预经济活动开方便之门，使市场化体制改革进程处于不进则退、僵持延缓甚至局部倒退状态。



一揽子刺激政策的影响

宏观失衡最终要求调整是宏观经济规律之一。应对2007年高通胀为调整21世纪初宏观失衡提供了一次机会。然而令人遗憾的是，当时紧缩政策未能改变过于宽泛化的宏调思路，并且在美国金融危机冲击下急速转向，2008年年底政府急促推出4万亿刺激经济计划，宏观失衡调整的时间窗口随之关闭。超常经济刺激在很快消除经济下行风险的

同时，也在客观上加剧了业已存在的宏观失衡，使得后续调整更为复杂和困难。

2007年经济增长率14.2%，达到21世纪初的峰值，经济运行处于明显过热状态，要求实施治理过热与调整失衡政策。当时官方宏调政策表述，是要防止经济增速过快变成过热，防止物价过快上涨变成通胀。在上述政策方针下，政府实施了多方面紧缩性宏调措施。然而天有不测风云，美国金融危机对我国外贸带来冲击，与国内紧缩政策效应叠加对经济增速引入较大下行压力，推动政府急促推出一揽子刺激计划。

超常刺激政策在一些方面取得重要成效。首先，推动总需求快速V形回升，很快稳定住在外部危机冲击下承压的就业形势，2009年新增城镇就业和农民工数量强势反弹。其次，带动投资、消费两个内需轮子加快转动，推动我国工业增加值、资本形成等宏观经济指标在2009年前后第一次跃居世界第一，使这些指标赶超美国时间提早若干年。最后，在美国经济危机与全球经济动荡环境下，中国经济率先走出低谷，对全球经济较快复苏做出显著贡献，引发国际社会广泛关注和好评，彰显了中国经济的国际影响力。

不过实施超强刺激政策代价不菲。不仅使我们丧失了一次调整宏观失衡的机会，而且还通过以下几方面影响一定程度上加剧了早先过度扩张失衡的因素。首先，货币信贷进一步超常扩张。刺激高潮阶段官方三个多月连发三份文件部署货币信贷刺激计划，执行过程中出现信贷扩张近乎失控局面。2009年信贷增速高达31.7%，改革30多年间仅次于1984年的33.1%峰值。2009年广义货币增速28.4%，在改革时期也很罕见。同年社会融资总额增速为32.5%，是2002—2012年公布该统计指标时期除2009年的其余9年均值的1.76倍。

其次，加大通胀压力并加大资产泡沫化风险。消费物价指数上涨滞后性较明显，该指标到2009年6月反弹并一路增长到2011年7月的

6.4%。资产价格飙升更为强势与引人注目。上证指数从2008年10月的1816点急升到2009年7月的3582点，IPO重启后受多个大盘股上市打压回落。受上述“物品价格涨幅与供给弹性大小成反比规律”作用，供给弹性更低的房地产承受更大涨价压力，4万亿计划推出后不到一年半，官方统计全国房价均值飙升近50%。

再次，加剧后续产能过剩与推高债务率。货币信贷积极扩张与十大产业振兴计划快速推出，使当时一些行业对产能偏快扩张的调整过程戛然而止，其中既包括像钢铁、电解铝、房地产这类产业政策多年抑制的传统部门，也包括风能、光伏等政策强力支持的新兴行业。刺激政策加剧这些行业后续产能过剩困难。刺激计划提供的“不差钱”盛宴，使地方政府债务余额从2007年年底的约4.6万亿元飙升到2010年年底的10.7万亿元，地方政府性债务余额占GDP比率从2007年年底的17.3%上升到2010年年底的27.3%。

最后，对市场预期产生不利影响。应对危机冲击时政府有必要提振市场信心，针对外部危机冲击适度调节当时的紧缩政策也是必要的，不过实施宏观政策始终需要重视培育和稳定市场合理预期。在调整治理扩张过度失衡的关键阶段转而实施超强刺激措施，对市场广泛存在的“政策是跌出来的”“救市”预期客观上会产生助推作用。不合理救市预期一旦形成并得到鼓励，不利于产能过剩与过高杠杆行业根据市场原则适时主动调整，不利于确立市场硬预算约束与保持必要财金纪律的有效性。

调整任务与困难

在21世纪第一个10年，中国经济开放成长取得巨大成就，并快速改变全球经济版图，展现大国经济追赶的影响力。然而体改滞后与要素价格扭曲推动货币信用过度扩张，与经济基本面强劲增长力量相互激荡，为经济高速运转持续注入偏快偏热压力；倚重产业型、数量型工具的宽泛化宏调手段，难以根治货币扩张、通货膨胀、物价上涨与资产泡沫因素增长顽症，宏观失衡延续深化构成近年调整格局的直接背景之一。

在21世纪第二个10年开始之际，早先积累的宏观失衡可以从以下几个方面得到观察。一是经济多年超速扩张，透支后续增长能力。景气度偏高时期市场预期过于乐观，推动固定投资规模大、生产周期长的上游行业扩张更快。例如以钢铁为代表的上游部门超常扩张，到2008年已面临调整压力，4万亿刺激政策使得失衡矛盾进一步加重。由于这些部门沉没成本比例较大，过度投资在后续产能过剩调整中面临更为严峻的压力。

二是常规CPI物价在21世纪初多次上扬，受2008年年底开始的信用超常扩张刺激，消费物价指数在2010—2011年出现新一轮快速上涨，尤其是当时食品和房租价格上升带来较大压力。例如，我国农民工工资确定规则，大都是每年年初确定工资后年内难以调整，因而未料及CPI上涨导致实际工资下降，并对农民工带来不利影响，成为2010—2011年一些沿海地区劳资关系紧张甚至出现类突发事件的背景原因之一。

三是货币信用扩张推动房价急剧飙升。2003—2008年房价多轮大幅上涨，其间大部分时间房地产投资在30%上下高位波动。4万亿计划

推出后一年半内，官方统计全国房价再度激增近五成，房地产投资增速从2009年年初不到10%的低位飙升到同年下半年30%以上，随后两年在35%高位上下波动。房地产多年持续扩张与局部性泡沫因素，派生库存调整压力及金融风险。另外房地产调控政策取向几度U形转变，坐实业内流行的“政策是跌出来的”救市预期，房地产行业失衡开始呈现慢性病特点。

四是不对称利率管制，20%以上超高存准率，75%存贷比管制，虽然对实现某些政策目标有合理性因素，然而也折射一段时期金融市场化改革难以突破、金融抑制状态有增无减的困难。“金融抑制”刺激“金融创新”：形形色色的影子银行与表外业务如雨后春笋般兴盛增长，货币信用扩张与宏观失衡之间的联系变得更加复杂，后续失衡调整也变得更为棘手。

五是政府宏调对遏制通胀恶化发挥了积极作用，然而过于宽泛化的宏调模式为行政部门实施诸多不合理管制提供便利，行政力量重手干预产权与市场竞争规则事例也能借宏调名义实施。管制与干预逐步蚕食市场领域，使得经济运行状态与中共十六大提出的完善市场经济体制目标渐行渐远。不仅如此，在中国经济体量快速扩大背景下，强力部门管制权力在市场上套现的“含金量”提升更快，构成官员以权谋私与贪污受贿问题加剧的重要背景条件之一。

当历史走到21世纪第二个10年时，中国经济未及庆贺成就，却发现自身面临由深层体制扭曲与宏观失衡交织而成的综合征困扰。中国经济需经历一次阶段性调整，才能重回正常的可持续增长轨道。调整阶段的基本任务，是要在保持经济增长维持大体可接受水平基础上，通过市场出清机制和重建财金纪律调节早先累积的失衡，并通过结构性改革再造自主增长的体制条件。具体而言，根治宏观失衡需实施三方面组合政策。

一是在退出4万亿超常刺激政策后，需稳定保持既不放松也不收紧的货币与宏观政策立场，借助中性货币宏观政策环境下市场自身调整与出清机制，化解不同领域过度扩张所积累的矛盾。由于货币信用过度扩张的行业影响分布具有非匀质的结构特点，动态维持大体中性的货币宏观政策环境，是推动市场机制对过度杠杆化以及受泡沫因素困扰的行业进行必要调整的关键条件。

二是需配套实施必要合理的稳增长举措。由于需消化早先失衡影响并帮助过度扩张部门减杠杆，确定经济增速底线应与调整阶段要求相一致，避免目标底线偏高导致增长干预措施过于频繁与难以持续。稳增长政策工具的选择，需适当重视总量型手段，优先考虑退出早先产业型、数量型宏调手段，使短期宏调举措与长期宏调架构科学化转轨目标相互衔接。

三是要大力推进结构性改革，简政放权、破除垄断、放松管制，消除要素价格扭曲，建立完善市场经济架构、规则和秩序。由此根治宏观经济失衡的深层体制症结，并从供给面发挥提升长期潜在经济增速的边际影响，对冲延缓其他结构性因素变化决定的经济增速下降趋势。

调整逻辑虽简明清晰，但调整过程注定会面临困难。首先，要面对经济增速换挡等新常态因素与消化过剩产能等非常态因素派生的经济运行下行压力。人口年龄结构变化、农业劳动力转移规模减小、后发优势作用减弱等结构性因素，导致潜在经济增速逐步下降。主要发达国家陷入持久滞涨困境，对中国经济增长带来不利影响。调节消化早先过度扩张时期积累的过度产能，则可能会使调整阶段经济增速显著低于潜在增速。

其次，资产价格挤泡沫与某些部门减杠杆派生资产负债表调整压力。21世纪初，我国通胀特征突出表现为房地产等资产价格飙升以及投资过度扩张，调整则意味着房地产部门库存、销售面积、价格等指

标不同程度调减，房地产投资增速回落会对经济增速产生抑制作用。早先一段时期各类公司与地方政府债务高速扩张难以持续，需要通过适度减杠杆加以调整。无论是房地产等行业的价格调整，还是某些公私部门过度债务的数量调整，都会派生资产负债表压力和金融风险，使调整过程面临困难与挑战。

调整进程与前景

失衡调整具有规律性与客观性。上届政府后期已开始对宏观失衡进行某些局部调整。推动当时经济政策从刺激向调整转变的直接动因之一，是大规模刺激计划激活通货膨胀卷土重来。2010年年底，时任中国总理温家宝参加一次网络媒体交流活动，回答网友提问“为什么到处都在涨价”时说“你的一番话刺痛了我的心”，接着说明政府遏制物价上涨的决心与计划。从过度扩张最终会内生调整规律观察，上述报道提供了调整发生学意义上的一个注脚。

2010年年底中央经济工作会议，不再采用“适度宽松的货币政策”这一标志性政策表述，显示宏调政策全面退出一揽子刺激计划。在当时形势下，刺激政策很快扭转经济增速下滑的同时，也客观带来过度扩张与通胀加剧问题，因而退出刺激政策不同于回到宏观经济的某种大体平衡状态，而是意味着需要马上应对以过度扩张为特征的宏观失衡。前文对宏观失衡形成机制与具体表现分析决定了调整的具体内容：最初调整不仅包括治理通胀措施，还包括对刺激时期政府债务急剧飙升的初步关注，对影子银行与表外业务不规范行为的初步治理。

随着退出措施与初步调整政策实施，在21世纪初及刺激时期过度扩张比较突出的行业和地区，最先感受到环境变化压力。例如钢贸、光伏等行业成为最早面临调整压力的部门对象，鄂尔多斯、温州等地则成为较早感受调整压力的地区典型。虽然采取了一些必要调整措施，然而受主客观条件限制，当时尚未能充分认识失衡调整的必要性与紧迫性，调整性质措施明显有被动性和局限性，通过再度刺激摆脱困境的诉求仍有相当影响力。

十八大以后新领导层本着“对历史负责、对人民负责的态度”，在审时度势和谋划全局的基础上，重新定位经济与宏调政策目标优先序，中国经济开始进入全面深化改革与主动调整失衡新阶段。2013年年初政府换届以来，中国决策层在研究部署经济工作时四次提到“宏观政策要稳，微观政策要活，社会政策要托底”。深思熟虑的“三要”表述，集中呈现新领导层驾驭与管理经济形势的新理念，明确了调整阶段经济政策总思路。

与“三要”总思路相一致，近年中国经济政策优先目标是力推全面深化改革激活经济增长的微观动力，宏调政策则体现两点基本取向：一方面力求保持货币与财政既不放松也不收紧的大体中性状态，在此基础上利用市场出清和调整功能以化解早先宏观失衡的矛盾问题。另一方面力求保持经济大体平稳增长，针对经济下行风险实施稳增长措施，倚重“民生基建投资”和“发债信贷融资”两个方面定向调控举措实现稳增长目标。

上述政策反映了新领导层直面失衡调整客观规律要求的理性务实态度，为调整进程持续稳健推进提供了不可缺少的政策保障。虽然面临经济增速减缓等方面困难，一度存在的体改僵局与宏观失衡综合征正在得到治理。经济调整在“挤水分”（调减早先扩张时期带来的虚高产能）、“去泡沫”（降低早先扩张时期产生的虚高价格）、“控杠杆”（规范影子银行与地方债务过度以控制金融风险）、“调预期”（扭转政府刺激救市预期以重建硬预算约束和宏观财金纪律）等方面，都已经取得实质性进展与阶段性成功。

随着形势演变与调整深化，宏调政策也提出两点有待探讨与改善的问题。一是如何看待目前7.5%上下的经济增速底线目标。调整时期确定目标增速底线不仅要考虑潜在增速变化新常态因素，还要考虑调整存量失衡的非常态情况。由于消化过剩产能、去泡沫、减杠杆等不可避免地具有减速效应，因而应允许失衡调整阶段经济增速一定程度

低于潜在增速。依据对中国奥肯关系的理论认识，考虑近年宏观经济走势与劳动市场数量关系现实情况，可以考虑把经济增速底线显著下调到6%~7%。适应市场经济体制环境转轨变化需要，对政府经济增速目标也应更多从预测性和指导性角度加以解读，不宜过多强调其指令性甚至刚性效力。

二是实施宏调政策如何看待总量与结构工具选择的关系问题。10年宏调史大量丰富经验事例显示，过于宽泛地理解和界定宏观调控范围，过多采用数量型、产业型宏调政策工具，难免导致一定程度宏调微观化，不利于完善市场经济体制，也不利于有效调节宏观冲击与治理宏观失衡。目前为兼顾稳增长与控风险目标，宏调政策比较倚重定向调控手段自有其现实合理性，也取得了稳增长的实际成效。然而从长期着眼，应适当增加采用总量型工具，使短期宏调实践与长期宏调架构科学化改革目标更好衔接。从目前情况看，如果形势发展明确显示货币信用增长速度偏低，应优先考虑采用普遍降低存准率之类的总量措施。

如不能及时反思与完善上述政策，继续主要采用加大公共投资规模与定向调控方式支持偏高的经济增速底线目标，宏调政策或许会持续面临季度性“底线增速保卫战”的被动局面。过于结构化的货币与宏调政策，则不利于宏调科学化改革的破题。另外，万一由于货币总量政策力度支持不足，调整期合理经济减速演变为超出预期的经济增速滑坡，在我国目前转型体制环境下，应对紧急形势变化可能会再现行政力量重手干预情况，不利于改革与调整进程的稳健推进。

总之，我国新时期宏观失衡调整目前正经历向第三阶段过渡之中。调整新阶段需考虑实施双退出政策。一是退出过高经济增速底线目标，考虑把底线下调到6%~7%，摆脱目前季度性“底线增速保卫战”的被动局面。二是如果货币与社会融资总量增速确实偏低，并对长期合理投资带来不利影响，则需逐步退出过高存准率，以兼收退出数量

管制、助推合理增长、配合利率改革等多重功效。随着失衡调整逐渐完成与经济下行压力大体释放，加上十八大以来全面改革支持长期增长作用逐步发力，中国经济将迎来新一轮自主景气增长新局面，并在新起点上继续展开经济追赶下半场的历史进程。

第十章 中国经济如何追赶

宏观调控政策将知难而进

按照中国宏观调控政策的常规流程，最高决策层——中共中央政治局通常在每年的7月下旬召开会议，分析上半年经济形势并部署下半年经济工作任务。据报道，习近平总书记2014年7月29日主持政治局会议研究宏观经济形势。会上所传递的信息对理解中国宏观调控政策走势无疑具有权威意义。

不同寻常的是，2014年7月，习近平总书记还另外两次主持经济形势座谈会：一次是7月29日就当前经济形势和下半年经济工作召开党外人士座谈会并发表重要讲话，另一次是7月8日主持召开经济形势专家座谈会并展开讨论交流。征诸公开报道，中国最高领导人一个月内三次主持会议研讨宏观经济形势实属罕见。

经济调整深化期面临新情况

一个基本背景是，在改革推进与调整深化的形势下，中国宏观调控政策在取得预期成效的同时，也面临新矛盾与新困难，并引发不同意见探讨交流。中国决策层可能认为，目前尤其需要对宏观经济形势进行动态评估、谋划对策、凝聚共识，引领市场主体主动调整，保证国民经济稳中有进与整体改革调整有序推进。

应该看到，处于调整深化期的中国经济目前面临多方面的新情况。一是经济增速放缓与产能过剩压力。虽然政府多方实施稳增长政策，中国国内经济增速仍连续9个季度在7.5%上下较低位水平。早先过

度扩张行业消化过剩产能调减增速，前期特别繁荣的资源性省区城市面临年均高增长掉头向下的断崖式回落的考验。

二是部分行业和地区面临资产负债表存量调整张力。早先货币扩张和负利率环境助推负债和杠杆率超常增长，调整阶段所有齿轮反向转动派生痛苦的去杠杆化过程。虽然中国近年货币增速维持在13%上下，广义融资增速更高一些，相对7.5%的经济增长并不算紧，然而在减杠杆过程中房地产业销量收缩和价格走低，一些地方和机构面临偿债困难。

三是改革调整深化带来政治经济学意义上的角力。简政放权使行政部门干预经济的空间逐步收窄，金融与国企等改革使原先垄断部门寻租模式受到挑战。动真格改革触动既得利益奶酪，自然会伴随利益之间的角力博弈。

流量与存量调整叠加，短期与长期因素交织，塑造了中国现阶段错综复杂的经济形势，并在宏观调控政策方面呈现两种视角观点探讨的格局。

一种观点强调经济调整的必要性，认为目前中国宏观经济走势的特点，与潜在经济增速趋势性回落、消化前期刺激政策后遗症等过程相联系，是宏观失衡调整规律发生作用的结果，短期宏观调控政策可以并应当积极稳增长以力争使经济平顺过渡。同时，不应也无法回避早先遗留的失衡问题，应继续坚持调整取向，借助市场出清机制，调节失衡，重建市场财金纪律并硬化预算约束预期，为再造新一轮自主景气增长与推进全面深改创造条件。

另一种观点强调经济增速的重要性，认为中国经济增速已出现连续两年多下行趋势，经济增长处于准通缩状态或面临严重通缩风险，因而宏观调控政策亟待朝宽松和刺激方向调整。这类观点有的呼吁把目前稳增长政策推向刺激方向，有的主张应加大刺激力度，即从所谓

“微刺激”向“中刺激”甚至“强刺激”方向转变，有的建议把稳健货币政策方针改为“适度灵活的货币政策，以刺激经济增长”。

宏观调控政策有望知难而进

中国最高层分析经济形势与部署工作，同时也对上述问题做出某种回应。一是在发展观层面凝聚共识，重申保持一定水平经济增速的必要性，同时强调发展必须符合“三个遵循”准则。政治局会议指出：“必须坚持以经济建设为中心，坚持发展是党执政兴国的第一要务，坚定不移推动经济持续健康发展……我国发展必须保持一定速度，不然很多问题难以解决。同时，发展必须是遵循经济规律的科学发展，必须是遵循自然规律的可持续发展，必须是遵循社会规律的包容性发展。”

二是阐述下一步工作思路与着力点。“坚持稳中求进工作总基调，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的基本思路，保持宏观政策连续性和稳定性，针对经济运行中的突出问题，更加注重定向调控，有效实施一些兼顾当前和长远的政策措施，加快深化改革开放，着力推动结构调整，妥善防范化解风险，不断改善民生工作，促进经济持续健康发展，努力实现全年经济社会发展预期目标。”

三是研判潜在新困难与应对方针。习近平总书记在上述党外人士座谈会上指出：“我国经济运行正面临着一些困难，特别是出现了一些可能引发经济下行和风险增大的边际变化。我们必须审时度势……坚持底线思维，做好应对各种新挑战的准备。要把转方式、调结构放在更加突出的位置，针对突出问题，主动作为，勇闯难关，努力提高创新驱动发展能力、提高产业竞争力、提高经济增长质量和效益，实现我国社会生产力水平总体跃升。”

综观最高层召开的三次宏观经济会议，所传递的整体信息是中国宏观调控政策有望在两重意义上知难而进。第一层含义是中国宏观调控政策下一步将更加注重采用定向调控措施，努力实现稳增长等全年经济社会发展目标，棚户区改造、铁路、水利等兼顾当前和长远的定向投资为此将发挥重要作用。不过，货币政策通过定向再贷款助力稳增长，客观上受到多重因素制约，或许不会无节制扩大。如果形势发展显示倚重定向措施的宏观调控操作难以满足维持大体中性货币环境的要求，降低存准率或存贷比等总量工具仍可能会适时推出。

知难而进的另一层含义，是尊重经济规律作用，直面经济下行压力，淡化政策刺激预期，意在利用调整期倒逼压力，因势利导提升企业和产业竞争力。习近平总书记用“边际变化”一词提示“经济下行和风险增大”。可探讨问题在于，万一下行压力导致GDP增速越过预设下限，政府是否注定重手刺激？习近平总书记没有这样提出问题，而是接着要求各方面做好应对各种新挑战的准备，强调把转方式、调结构置于更为突出的位置，提升产业竞争力和社会生产力。这里一点儿也没有动辄刺激的消息，也读不出“官方接受刺激方针”的意思。

中国宏观调控政策的最新定调，向企业等市场微观主体传递了重要信号。政府再度重手刺激经济的可能性进一步下降，固守过去“政策是跌出来的”救市预期风险很大。正确方针应是把握市场和经济大势，果断决策与主动调整，并在全新市场环境中谋求发展新机遇。

增长与刺激之辩

十八大以来，中国经济面临深化改革与调整失衡的紧迫任务，短期宏观政策则要应对两方面压力：一方面针对失衡调整派生经济下行压力，要通过创新宏调思路与积极实施稳增长政策保持经济大体平稳增长。另一方面针对短期调整阵痛带来的呼吁救市压力，要坚持优先调整不刺激与千方百计稳增长政策取向，逐步化解早先失衡矛盾并为新一轮内生增长景气到来准备条件。

2014年经济调整爬坡过坎面临更为复杂的形势，在如何看待刺激问题上出现新一波舆情。先是在2014年5月中旬国新办举办的吹风会上，有关部门资深专家回答记者有关提问时把新政府宏观政策概括为“微刺激”，认为多种“微刺激”手段保证了财政政策积极、货币政策稳健，符合经济发展需要，有效果。这个观点被媒体解读为“官方首次承认‘微刺激’存在并且合理”。6月初权威官方媒体一日连发三篇文章，从不同侧面阐述政府微刺激政策，批评用“不刺激”刻画“李克强经济学”是“以偏概全”。

相关讨论对微刺激赋予广泛内涵。它不仅包括意在扶持三农、小微企业的定向降准金融政策以及针对小微企业的优惠税收政策，也包含扩大铁路等基础设施投资以及棚户区改造等惠民生投资项目，还涵盖简政放权、废除不必要行政审批、取消和减免不必要行政事业性收费项目、结构性减税政策等通过释放市场活力的改革政策等。刺激范畴界定宽泛与一个隐含前提立论相联系：即认为稳增长势必要诉诸刺激，不刺激便无法稳增长。

厘清经济增长与刺激干预之间关系，涉及如何看待经济增长动力与机制等发展观层面问题，也关系如何看待现阶段经济形势以及如何

更好进行宏调创新等现实政策选择问题。笔者同意上述讲话与文章不少内容，赞同政府稳增长与改革调整具有内在一致性等观点，并肯定政府新近实施的“稳增长”措施是务实、必要与正确的。然而对稳增长是否非得搞刺激、不刺激是否无法稳增长等问题，笔者认为有必要专门探讨。

什么是刺激政策？

“刺激”一词译自英文stimulus或stimulation，本意指外部力量对特定系统作用引发反应，借用到经济领域有经济刺激之说。观察政策讨论实际情况，经济刺激大体指政府在短期内采用增加负债和扩大货币供应等方法激活总需求和拉高经济增速，特别是指经济遭遇严重危机特殊环境下采取的超常力度的托市和干预手段。经济刺激具有明显副作用，一般在迫不得已情况下采用。

由此，大体可对经济刺激概念做几点讨论。刺激不是标准经济学概念，比较缺乏学理层面的准确定义。例如，《新帕尔格雷夫经济学大辞典》收录有“稳定政策”（stablization policy）等词条，其中包含对积极、扩张政策工具的解释，并未发现有关刺激的概念界定。国外各种流行宏观经济学教科书阐述宏观经济政策时，一般会定义积极或扩张宏观政策工具，不过通常并不用刺激之说。

由其原意决定，刺激政策比较强调超越经济运行规律并从外部发力来干预宏观经济运行，因而并非具有对冲经济下行压力的逆周期调节手段或机制都属于刺激措施。如现代公共财政包含收入累进税以及在“收入测试”（the means test）基础上形成的某些社会福利支出设计，客观上具有嵌入式逆周期调节功能，然而这类调节是现代市场经济架构和机制功能，与强调外部干预的刺激大异其趣。应对经济一般周期性景气度下降和衰退，央行通常会逐步下调利率，然而降息往

往是对早先反通胀阶段较高利率水平的退出或回调，与刺激含义也有显著差别。

刺激一词较多用于描述应对资产负债表危机特殊环境下采取的力度较大的救市政策。面对资产泡沫导致的金融危机，为避免金融系统休克崩盘或经济严重萧条，政府可能会实施超常救市措施，尤其契合刺激一词含义。需要指出，即便在严重危机环境下，政府出于两害相权取其轻的考量不得不重手刺激，这类政策仍具有不容忽视的消极影响，好比患者服用激素或实施化疗对人体有副作用一样。因而政府理应恪守审慎稳健的宏观政策方针，尽量避免出现不得不重手刺激的经济情势，在非危机环境下则以远离刺激政策为宜。

经济刺激一词近年在宏观政策讨论领域的流行度大升。出现这一现象，除了市场上总有做多与做空力量，做多方通常倾向于呼吁刺激作为支配策略诉求之外，更与晚近时期国内外经济形势和政策演变的两方面基本特点有关。

一是欧美发生资产负债表危机后不得不出台刺激政策。美国2008年下半年全面爆发金融危机，政府采用超强财政和货币刺激手段救市。欧元区2010年上半年爆发债务危机，随着危机深化并向银行与金融危机转化，欧央行加大刺激政策力度。在发达国家这场“看谁激素吃得多”的怪异比赛中，日本也不甘20年“低增长稳态”，安倍首相上任后连射刺激之箭。超强刺激虽使欧美经济避免金融系统休克崩盘危险，却难以彻底改变经济疲软乏力困境。在短期刺激长期化的病态政策环境下，刺激几近成为发达国家宏观政策代名词；由于发达国家话语权较大，刺激随之成为国际宏观政策讨论的流行词汇。

二是中国罕见实施刺激政策。中国政府2008年年底决定实施4万亿投资计划和适度宽松的货币政策，官方表述是“扩大内需促进经济增长”“一揽子计划”等，不过具体内容确实堪称大规模刺激，高层领导也曾公开采用过刺激表述。应肯定在当时特殊形势下出台扩内需促

增长措施是正确的，4万亿计划也有多方面积极成效。不过进一步观察，当时中国经济并未发生资产负债表危机，金融系统也无崩盘风险，是否需要像面临深度危机那样重手刺激有待探讨。由于一段时期宏调政策讨论言必称刺激，思维惯性使人们把刺激政策与稳增长甚至宏观政策等量齐观。

刺激能否稳增长？

有关讨论把刺激措施定义性解读为稳增长的不二选择。笔者肯定刺激措施具有特殊“救急”功能，然而就本质关系而言，经济增长长期靠体制改进、技术进步、资本形成等基本面条件，短期需有常规性总需求调节辅助配合，刺激并非不可或缺。如经济系统面临深层矛盾而不愿进行结构改革，或存在宏观失衡而回避必要调整，却试图一味依靠刺激经济稳增长则可能事与愿违。近年国内外相关政策实践提供了认识这个问题的经验事例。

美国金融危机后一直重手刺激，然而经济增长并未稳住。近年美国采用了能想到的几乎所有刺激方法，虽有助于美国金融系统避免崩盘和美国经济较快走出急救室，然而至今未摆脱复苏乏力和脆弱的局面，未能很好实现稳增长目标。数据显示，从2007年中到2013年年底六年半时间，美国经济实际增长累计只有7.5%，名义GDP累计增长只有联邦债务增长额的1/3，甚至小于美联储资产扩张的数量规模。意识到服用兴奋剂终究不是长久之计，美联储2013年年底开始逐步减少货币量宽力度，流行观点相信这会给美国带来持续高增长福音。殊不知近年美国经济脆弱增长本身高度依赖超常刺激，在可预见的未来，美国能否稳增长其实难以乐观。

欧元区和日本也不同程度实施超常刺激政策，然而稳增长表现还不如美国。数据显示，截至2013年年底的六年半，欧元区实际GDP仅累计增长2.3%，名义GDP增量只有同期政府债务增量的1/3，小于欧央行

资产扩大规模。日本情况更糟糕：2013年年底相对2007年下半年实际GDP累计下降0.65%，持续通缩导致同期名义GDP下降35万亿日元，然而政府债务竟上升181万亿日元，央行资产扩张了124万亿日元。刺激政策稳增长效果更乏善可陈。

在中国特殊体制和政策语境下，官方政策对采用刺激措施原本极为审慎，只是在2008年特殊情势下破例实施一揽子刺激计划。虽然4万亿计划取得总需求V形回升等方面积极效果，然而稳增长效果同样不佳。超强刺激措施带动经济增速从2010年一季度的6.2%上冲到2010年的11.9%高位，然而刺激出来的高增长无法持续，经济增速从2010年二季度开始按照失衡调整的固有逻辑，逐步回归前几年开始的减速通道，构成目前经济形势的直接背景。可见我国仅有一次大规模刺激也未能很好实现稳增长目标。

稳增长未必靠刺激

把刺激政策与增长政策画等号的前提设定，与中国经济政策长期实践情况并不吻合。改革开放几十年基本经验事实显示，中国政府基于发展是硬道理的正确理念，实施各种经济政策鼓励与呵护国民经济又好又快地合理增长。在宏观经济景气度较低和下行压力明显时期，更是多方设计和实施各种具有逆周期调节性质的扩大内需与鼓励出口的稳增长举措。高度重视发展与增长的目标，是中国长期经济政策所呈现的持久而稳定的特征取向，也是当代中国经济成长取得举世瞩目成就的重要保障因素，然而其普遍性内容显然并不能简单归结为刺激，中国政府官方政策一般也不采取刺激表述。

十八大以来经济政策包含了对刺激政策的反思意向与审慎态度。高层对中国现阶段经济形势“新常态”特点的冷静判断，从“三期叠加”角度对当前经济形势成因的中肯分析，对“保持定力”“创新宏调”施政方法的多方阐述，都从不同角度揭示目前经济面临下行压力

事出有因，深层矛盾需通过一个时期调整、改革、增长的组合措施逐步化解，而不应指望大举刺激遮盖矛盾以回避必要的市场调整。李克强总理2014年5月在《求是》杂志撰文总结施政一年多经验时指出："现在回过头看，如果不是用改革的办法，即简政放权、创新宏观调控方式、着力调整结构'三管齐下'，而是采取短期刺激政策，不仅去年的结果可能会大不一样，而且今后几年的日子也许会更难过。"

把新一届政府稳增长政策一股脑看作刺激更需斟酌探讨。观察近两年来政府稳增长的政策举措，无论是利用多种货币市场工具保证市场足够流动性，还是定向降准及多方实施金融扶持实体经济政策，又如加大保障房和棚户区改造等民生项目投资以及适度扩大铁路基建投资，都是更多从经济系统内部发生调节作用，与强调外部发力干预为特点的刺激干预的关联度很低。

又如简政放权、取消不必要行政审批、减税减负等结构性改革举措，虽客观有释放增长活力及助推增长效果，然而由于显而易见的原因，更不好归结为刺激政策。刺激属于短期药方，结构性改革则是长期政策。短期刺激措施实施一段时间后，通常需要相应的逆向操作回归比较正常的状态。如国外量化宽松、零利率之类的刺激政策，随宏观形势变化迟早要自我改变回归常态。然而我国简政放权、减少审批、减税减负属于贯彻十八届三中全会改革决定举措，具有完善市场体制并给企业松绑的积极效果，松绑后就应是体制常态，显然不应认为日后还要把被改掉的旧体制因素重新搬回来。

再如降低存准率虽会增加流动性总量，然而在我国目前形势下具有从早先央行资产负债表过高水平退出的含义，也不宜简单归结为刺激。早先时期货币持续过度扩张，央行把存准率提高到罕见高位以控制通胀，央行资产负债表膨胀折射出当时宏观失衡矛盾。目前调整有一项重要内容，就是要在坚持中性货币政策立场并确保既无通胀也无通缩扰动的前提下，逐步降低过高存准率。稳健退出高存准率有多方

面功能：动态满足稳增长和维持中性货币政策需要，降低央行资产负债表高杠杆水平，为利率市场化实质性推进创造条件。把降准看作刺激不利于认识目前调整实质。用赛跑打个比方，刺激好比给运动员服用兴奋剂提速，结构性改革则是去除运动员缠身绳索松绑提速，稳健降低存准率好比治疗脚疾提高机能。三者都有助跑效果，然而性质显著不同。

即便从策略角度看，也不宜给稳增长以至宏观政策贴上刺激标签。一方面，目前调整处于攻坚阶段，把政策朝刺激方向拉的诉求较强，假如官方真得接受“微刺激”，呼吁刺激措施加码到中刺激、重刺激、强刺激的压力会接踵而至，即便是政策方针表述层面偏移，也可能会传达政府既有政策立场是否松动的不利信号。另一方面，把降准这类本质属于退出或松绑举措看作刺激，也会不必要地增添议题敏感性，反倒不利于对有关政策因应客观形势变化进行适时适度的务实调整。

中国经济历经早先时期超常快速扩张，近年呈现增速减缓调整与深层矛盾释放的复杂形势。新领导层审时度势，创新思路，务实应对，苦干实干，成功遏制住经济增速下滑势头，取得近年经济增速稳中有进的良好形势，并初步开创出全面深化改革与切实调整宏观失衡的可喜局面。实践证明，千方百计稳增长、优先调整不刺激的政策取向是正确和有效的。以“常态”之心保持定力，坚持行之有效的宏调创新，中国经济定能在目前这轮失衡调整中成功爬坡过坎，最终迎来新一轮自主景气增长的更好局面。

破除通缩恐惧论——中国应坚持双重取向宏调政策

中国宏观经济本轮调整目前已进入最后关键阶段，经济增速与一般物价下行压力有增无减，有关中国经济通缩论与萧条论再度流行。一般物价作为宏观经济变量具有顺周期属性，在减杠杆、去泡沫的调整时期增速走低甚至出现温和负增长是合规律现象，认为物价走低或通货紧缩必然导致经济萧条的观点有待商榷。针对目前形势，需要在分类辨识通缩基础上破除通缩恐惧，加深认识宏观失衡调整的客观规律，坚持中共十八大以来制定的优先改革调整方针取向，充实与完善稳增长政策举措，为新一轮内生增长景气到来奠定基础。

三类通货紧缩具有不同属性

一般物价下降现象被经济学称作通货紧缩。分析现实通缩现象，首先要科学辨识不同类型通缩产生的根源与影响。至少存在三种不同类型通货紧缩。第一类是在总需求剧减与流动性陷阱等因素构成极为特殊环境下可能出现的坏通缩或恶性通缩，第二类是在生产率增速超过总需求增速、经济仍较快增长背景下一般物价走低或温和下降的良性通缩或好通缩，第三类是上述两种情况之间不同形态的中性通缩。

坏通缩典型案例是美国20世纪30年代经济大萧条。对大萧条的理论分析认为，在资产负债表危机与流动性陷阱条件下，通货紧缩通过提升实际利率与打压信贷派生加剧通缩的内生作用，使宏观经济锁定在通缩螺旋状态难以自拔，因而需要用超常规措施中断通缩自我强化链条。恶性通缩理论来自对大萧条这个绝无仅有案例的研究。其实大萧条与当时宏观政策方向性失误、贸易保护主义政策、金本位货币体制等主客观条件有关，并非仅仅由于通缩螺旋因素使然。然而大萧条

在美国经济史上极为重要，加上通缩自我强化理论的学术成功，使得有关大萧条类型通缩概念影响巨大，一定程度造成通缩恐惧与谈“缩”色变的思维定式。

第二类通缩指生产率增速超过总需求增速、经济仍较快增长背景下物价走低或温和下降。由于一般物价走低不是源自资产泡沫破灭引发的资产负债表危机，名义利率保持通常正值即不存在流动性陷阱，加上经济仍保持较高增速，因而这类由供给面合意冲击带来的通缩称作良性通缩。国外有关研究分析良性通缩的形成机制，并通过经济史研究发现，19世纪欧美国家物价下降经常具有这类良性通缩属性。中国21世纪初经济高速增长，其间也曾发生一般物价走低逼近零值情况，可看作具有良性通缩特点。

第三类是与上述两类通缩不同原因导致的物价低位水平和温和负增长状态，或可称为中性通缩。例如日本经济20世纪90年代以来增速减缓，一般物价增速维持低位并时有小幅下降，一般被看作坏通缩的典型案例，其实属于中性通缩。日本经济过去20多年实际上总体稳定，并未发生坏通缩在逻辑上会派生的经济大萧条。战后日本利用后发优势模仿创新，到20世纪80年代末已大体成功完成经济追赶收敛，跻身全球最发达经济体之列。问题在于日本受其经济、社会、文化一系列结构性因素制约，相对缺乏在技术产业前沿创新的能力，经济增速趋势性下降其实是日本发展新阶段的一种“低增长稳态”，温和通缩则是这种新稳态在物价层面的表现。认为日本经济受通货紧缩拖累而景气低迷，假定能通过超常刺激摆脱通缩重拾早先高增长，好比假定老人吃激素能返老还童，其实并不正确。

另外，针对早先过度扩张失衡进行有序调整，也可能派生一般物价走低甚或负增长，也具有中性通缩特点。我国2015年物价表现大体可归为这类通缩，与恶性通缩不可同日而语。

美国金融危机与通缩恐惧论有关

流行观点认为：“物价下降意味着通缩，通货紧缩意味着萧条”，政府则应采取一切手段、不惜一切代价加以应对和防范。有关大萧条通缩自我强化理论取得成功，然而把真理向前推进一步导致上述过于片面强调通缩危害的认识误区。这方面认知偏颇的政策含义，与美国现阶段债务国地位与减轻债务负担利益要求存在暗合之处，使得通缩恐惧论在美国政学两界具有较大影响力。反思21世纪美国宏观经济史可以看到，部分由于通缩恐惧论误导，美联储在21世纪初实施过于扩张的货币政策，对资产泡沫和金融危机起到推波助澜作用，对全面科学认识通缩具有重要警示意义。

2000年美国互联网泡沫破灭导致经济衰退，美联储10多次降息刺激经济较快走出危机。然而复苏后美国经济回升不够强劲，一般物价在较低位运行，引发美国决策层对通缩的担忧与恐惧。现在回头看得比较清楚，当时美国经济复苏乏力是在经历了20世纪90年代狂飙猛进的高增长后经济调整的合规律表现，也是与21世纪初中国、印度等新兴经济体追赶加速相联系的开放宏观经济现象。然而受通缩恐惧论思维定式影响，美联储把基准利率从1.75%这个就泰勒规则而言本已偏低的水平，通过两次超常降息降到极为罕见的1%超低状态。

实际负利率加上美联储高调承诺货币宽松的政策指引，对后续房地产以及债市等资产泡沫产生显著诱致助推作用，为美国金融危机酝酿发生提供了适宜的货币环境温床。始料不及的是，金融危机使得美国经济真的落入早先货币政策所极力防范的流动性陷阱状态，具备了恶性通缩自我强化机制发生作用的现实条件。由教条主义与机会主义双重动机促成的这次政策失误，提供了通缩恐惧促成过度扩张政策诱致资产泡沫危机，最终导致恶性通缩自我实现的典型案例。

好比特殊重病患者需要服用激素，为避免金融危机爆发后金融崩盘和经济萧条，美国实施超宽松货币政策刺激具有合理性。然而与21

世纪初经历类似，美国经济在较快走出金融危机急救室后再次遭遇复苏不振困扰，美国并未真正反思和总结早先通缩恐惧政策失误的教训，更是接二连三加大超常量宽刺激政策力度提振经济增速。长达六年多空前力度刺激政策，虽然带来美国2013年两个季度经济增速短期回升，然而全面观察后危机时期美国经济表现，其实难以使人乐观，美国主流经济学界也热议经济“长期停滞”问题。超宽松货币政策能否给美国经济带来长久繁荣，时间最终会给出答案。

我国近年物价走势是宏观调整期合规律现象

21世纪初，中国经济开放景气成长取得巨大成就，然而体改滞后与要素价格扭曲推动货币信用过度扩张，为经济高速运转持续注入偏快偏热压力，逐步形成宏观经济失衡格局。面对由改革滞后与宏观失衡交织而成的经济综合征，中共十八大以后新领导层本着“对历史负责、对人民负责的态度”，推动中国经济进入全面深化改革与主动调整失衡新阶段。宏调政策在积极稳增长的同时，力求保持既不放松也不收紧的稳健中性方针，利用市场出清机制有序化解早先失衡矛盾。

虽然面临经济增速走低等方面困难，近年调整政策已在多方面取得阶段性积极成效。一是“挤水分”，即消化调减早先扩张期形成的偏高产能。二是“去泡沫”，即治理房地产等部门多年过度扩张与价格虚高因素。三是“控杠杆”，即规范影子银行与地方债务一度过快扩张。四是“调预期”，即转变“政策是跌出来的”早先市场流行预期，提升硬预算约束与宏观财金纪律有效性。

一般物价增速逐步趋缓，部分物价指数温和下降，是宏观调整期的物价形势特点。一般物价作为典型的顺周期宏观变量，近年随着经济增速减缓趋于走低，表现为近来CPI增速和GDP平减指数回落到1%上下较低水平。早先较快扩张的重工业部门，随着供求关系调整价格较快下降，带动PPI近三年负增长。

统计分析过去10多年几十种分项价格指数发现，在2003—2008年与2010年前后这两个强劲扩张阶段价格增长较快对象，过去3年调整期价格下降幅度较大。前后期价格涨落具有显著负向关系，显示目前物价形势特点主要与调整早先过度扩张失衡有关。所谓“PPI通缩”，其实提供了调整早先过度扩张失衡的一种相对价格机制，是在中性宏观政策环境下利用市场机制调节失衡的题中应有之义。

中国调整期物价走低与通缩表现，与通缩恐惧论隐含假设的恶性通缩不可同日而语。首先，中国经济仍保持中高速增长，不同于坏通缩环境下总需求急剧持续下降。其次，中国经济早先扩张阶段虽累积局部高杠杆与泡沫因素，然而由于近年主动调整并未发展成普遍性资产泡沫，没有发生全局性资产负债表危机。再次，中国政策利率处于正常区间，超高存准率及其他金融数量管制仍有待逐步退出，金融抑制实况与流动性陷阱假设状态有天壤之别。最后，现今不存在金本位货币制度约束条件，中国政府在调整期积极务实稳增长。因而，中国出现大萧条类型坏通缩可能性微乎其微。

中国管理调整收官阶段的政策选择

纵观近年中国经济形势与政策演变，可见目前已进入本轮宏观调整的最后收官阶段。针对目前经济增速与一般物价下行压力，中国需要在科学辨识现实通缩现象实质内涵的基础上，坚持中共十八大以来双重导向的正确宏调方针，在保持定力推进结构与失衡调整的同时，完善与充实稳增长政策，为新一轮自主景气增长早日到来奠定坚实基础。

第一，进一步明确坚持改革调整的政策取向。在调整深化最后关键阶段，各种深层矛盾和风险会进一步外化，呼吁大规模刺激与回避调整的观点诉求及其影响力会增加。应科学总结晚近时期以至改革开放时期中国调整宏观失衡的实践经验与客观规律，在对通缩进行科学

分类基础上加深认识调整期物价增速走低与通缩现象的内在逻辑，坚持中共十八大以来改革调整的正确目标与方针，避免调整失衡周期在最后阶段功亏一篑。

第二，适度下调经济增速底线目标。由于消化过剩产能与调减过高杠杆等具有减速效应，失衡调整期应允许经济增速暂时低于潜在增速，避免硬性制定偏高增长指标所遭遇的“刀刃上平衡”的困扰。依据对中国奥肯关系特殊内涵的认识，考虑近年宏观经济走势与劳动市场数量关系的现实情况，建议把经济增速底线目标下调到7%或略低水平。适应市场经济体制环境变化情况，政府对经济增速目标应更多从预测性和指导性角度加以阐释，不宜特别强调其指令性或刚性效力。

第三，针对目前经济下行压力有增无减的形势，宏观金融政策应适当增加充实稳增长措施。一是积极财政政策在总量关系上可更有力度，并充分发挥其天然具有的定向与结构调节功能。二是货币政策需避免过度强调定向和结构功能的同时，更加重视运用总量工具，以保持广义货币和流动性总量动态适度增长。可酌情追加实施普遍降准举措，逐步退出早先应对通胀实施的高存准率等数量管制，同时发挥货币政策对稳增长的积极作用。三是要深化改革与调整政策，为国内企业在国内外资本市场股权融资创造便利条件，由此增加和充实企业资本金，兼收调整期减杠杆与稳增长政策效果。

第四，综合施策治理金融市场失衡因素与潜在风险。失衡调整意味着预算约束硬化与重新洗牌，中国有关部门应允许特定影子银行产品违约，打破刚性兑付预期和提升市场风险意识；同时采用破立结合、堵疏结合思路综合治理。例如，在规范一些地方政府性债务规模过大与多头举债问题的同时，通过深化改革建立地方政府举债融资的合理机制。又如在要求影子银行违规表外业务回归银行表内的同时，积极探索资产证券化的常规发展路径。

第五，对超预期小概率事件冲击未雨绸缪。中国经济2015—2016年两年大体平顺地完成本轮调整具有可预期的最大可能性，然而也不应排除内外环境超预期不利变化可能性。需适当提高资本充足率、流动性比率，并充实计提拨备资金以减少金融系统脆弱性。加强对金融风险触发因素的研究预判以增加应对金融风险主动性。需加强宏观审慎措施，在劳动市场、企业重组、减免税费等方面研究应对冲击预案，以便在小概率逆向情景万一发生时沉稳应对，以确保调整改革取得成功。

宏观经济处于调整的最后阶段㊟

2015年5月的CPI、PPI等数据延续了4月的低迷走势，并不乐观。但是GDP的先行指标PMI（采购经理指数）则出现微弱的回升，并且连续三个月处于50%的荣枯分界线上方。经济形势显现较为复杂的情形，由此也带来对未来货币政策走向的分歧。

如何看待当前的经济形势？前期的降准降息效果如何？如何看待未来的货币政策走向？

目前对于未来货币政策走向仍存在较大争议。2008年，全球金融危机之后推出的货币宽松政策，也导致了宏观经济在原来的基础上进一步失衡，因而现在不得不进入“前期刺激政策的消化期”。因此，虽然适当的货币宽松是必要的，但大宽松需要十分慎重，况且在货币政策的传导过程还存在诸多结构性问题，亟须推动相应的改革。

国家统计局公布2015年前4个月的数据显示，投资、出口、消费等数

据正在急速下行，一些数据10年甚至20年都未曾出现，但同时公布PMI等先行性指标出现小幅回升，经济形势错综复杂。

1. 本文根据《21世纪经济报道》的访谈改编。

宏观经济处于调整的最后阶段

从2015年前4个月的经济数据来看，投资、消费、进出口等数据增速均在下滑，但PMI等数据有所回升，我认为这是宏观经济调整的最后阶段，要从宏观经济周期的角度来看这个现象。这一轮调整实际从2011年就开始了，只不过那时的调整是局部的、被动的调整。十八大以后的两年是比较全面的、主动的、跟改革相结合的调整。笔者认为2015年已经到了调整的最后一个阶段，也是调整的收官阶段。

最后的阶段会很难受，要去杠杆、去泡沫，还要处理一些善后的事情，我们会看到有些指标变得更加糟糕，有的指标是十几年都没有出现过的新低，但新的增长力量也在积蓄，目前正在探底，然后慢慢会进入一个景气回升的阶段。

存准率的调整是进入最后阶段的一个重要标志。因为在这轮周期调整的过程中，去泡沫也好、去杠杆也罢，都需要把2008年前失衡的东西再平衡。上一轮货币扩张主要是因为外汇储备迅猛增长，但又不能通过调节汇率的方式来控制增长，那就需要通过一些手段来应对这种情况。如果用利率来对冲，那利率现在不知道有多高，用央票成本也太高。最后央行用提高存准率的办法，把被动超发的货币圈起来，导致现在存准率处于高位。

但在经过一段时间相对紧缩的货币政策（如2013年市场上热炒的“钱荒”事件，银行间债券市场隔夜拆借利率高企）之后，现在终于有可能通过降准来保持宏观经济大体稳定的增长，但同时也不会造成较大的通胀。

如果经济还是不太好，货币量比较少，那就慢慢降低存准率。应该趁着经济增速低、低通胀的机会，逐步退出高的存准，一方面稳增

长，另一方面让市场调整过去失衡的机制，但节奏上把握好也不要过快。

调整的最后阶段笔者认为就在这一两年。未来的增速，两位数肯定是不可能的，那不是常态，但估计还会达到7%~8%的增速。关键在于改变一段时期以来经济下行的压力，重回内生增长状态和轨道。

PPI数据很好地反映了调整的逻辑

除了货币政策，重要部门过高的价格或库存、过高的杠杆的调整也是关键指标。PPI下降是个调整的过程，分部门来看，现在降得最厉害的也是过去涨得最厉害的，呈现比较显著的负相关关系，分省的数据也是这样的。PPI数据很好地反映了调整的逻辑。

这一轮PPI调整确实是深度调整，但是不是前所未有也不好说。PPI在世纪之交那一轮调整中一共有四年，即从1997年的6月调到1999年的12月的两年半，再从2001年的6月一直调到2002年的11月的一年半，加起来是四年整。现在PPI已经调整近40个月了，和之前的情况比较类似。考察各方面情况，我们现在或许处于2002年的某个时点上。

从工业产成品角度来看，2015年前4个月工业产成品的库存一直在上升，但要看具体行业，还要从多个层次来看。

第一是产能的绝对调整。投资减速或减少，那么产能增加的速度就会放慢或者减少。第二是给定一个产能，产量在调整。第三是给定产量，库存在调整。现在这三个层次的调整都在发生。一些行业投资减少，相对来说产能就在减少或不增长。从行业看，钢铁行业相对库存可能没有房地产那么大，但是产能过大，需要相对和绝对减少产能。煤炭则可能是库存调整，同时也包括产量调整。工业品的库存调整三年也就调得差不多了。房地产的库存调整可能要慢一些，需要一个过程。实际上，供需失衡还是在慢慢得到调整。

这一轮调整不是大刀阔斧的调整，不像20世纪80年代末和90年代末。如20世纪90年代末调整叠加国企改制，客观上在劳动市场方面困难程度比现在要大得多。还有一些时期用很多的行政手段来调整。这次深度调整比较平稳一些，相对慢一些，时间也长一些。

新增长点通过市场来培育

央行的数据显示，2015年4月末M2的增速为10.1%，创历史新低。前4个月社会融资规模相比2014年同期也大幅下降。有观点认为，一般来说经济增速是M2的一半左右，现在7%的增速，M2应该达到14%。对于现在是否应当继续加大货币供给，笔者的看法是2015年4月是一个月的数，GDP是一个季度的数，M2短期受影响的因素较多，还需看较长一段时间数据才好。货币增长指标是典型顺周期的，有时具有领先性，M2增速下降与经济调整是一致的，不过10%增速或许略为偏低，实际上货币当局也会行动。社会融资规模增量是下降，但是存量还是上升的，增长率在两位数以上。

2015年5月28日，央行进行正回购操作，有分析认为是降准后商业银行贷不出去，而超额准备金利率很低，所以希望央行进行正回购。现在放松货币政策能够降低隔夜拆借市场利率，但是实体经济没有需求，实体经济融资成本并没有降下来。正回购是一个常态的情况还是短期的事件，还是可以再观察一段时间。一般来讲银行还是愿意贷款的，现在政策宽松的力度在上升，但是钱贷不出去，从货币金融学的角度讲是货币传导机制有问题。笔者不太愿意相信中国就没有贷款机会及贷款需求。

央行只能把无风险利率降低，不能保证消除市场风险。如果要抹掉市场风险因素的价格表现，央行或许就做过了。需要假定市场对风险有基本识别能力，融资成本某些逆周期变化，在一定程度恰恰反映市场是有效的。从调整的角度看，如果确实缺钱，就应该降存准率。

但是如果说经济下行不完全是因为缺钱，那就应该让市场有足够时间进行调整。从这个角度来讲，应该通过市场和政策双重机制来培育新的经济增长点，而不应指望仅仅通过宽松货币和宏观政策来改变。

回到2003年、2004年看，当时新的经济增长点不止一两个。现在中国传统的增长还在，中国还处于工业化的阶段，而且人均GDP还只有7000多美元。中国经济还在增长，只是相对过去超高速慢一点。

新的增长点，更重要的是企业家的事情，应当让市场去发现。领导人鼓励创新，鼓励互联网+，这些都是必要和正确的，但是最终需要企业和市场发现和创造新增长点。政府最重要的责任是把制度与宏观环境创建和维护好，为企业和市场创新提供适宜土壤。越是在调整困难的时候，越应当坚持这一点。

从调整的角度看，调整的最后阶段情况肯定更加复杂，局部阵痛也更明显。现在是比较困难，但还没到过不下去的时候。宏调部门应该按照2015年4月底高层会议制定的方针，适当增加稳增长政策的力度，并且有针对性地解决一些局部特别困难，但是仍然要坚持十八届三中全会以来改革、调整与宏调的正确方针，主要依靠市场创造新增长点，用稳健姿态应对调整探底的复杂形势，最终迎来新一轮自主景气增长。

中国经济如何持续追赶？

中国经济追赶超预期提速

改革开放时代中国经济持续高速增长，然而如以2000年分界把35年分为两个时期（1978—2013年），可见21世纪以来用市场汇率折算美元衡量的经济增速大为提升。比较1978—2000年与2001—2013年前后期，后期用本币衡量GDP总量年均实际增速是前期的1.03倍，考虑GDP平减指数名义年均增长率0.89倍，两阶段增速比较接近。然而用汇率折算美元衡量，后期GDP总量与人均GDP年均增速相对前期都是两倍多，上述两指标增量水平更是前期8倍多。

21世纪中国经济追赶提速远远超出早先预期。比如2005年中国领导人在一个国际场合对中国经济前景提出官方预测，认为到2020年中国GDP总量将达到4万亿美元，人均GDP达到3000美元。实际上，2014年中国GDP已突破10万亿美元，人均GDP超过7000美元。21世纪中国经济实际追赶速度大大超出官方早先预测。

超预期变化直接原因是人民币汇率走势阶段性转变。改革初期近20年，人民币兑美元汇率贬值四倍多，21世纪初本币汇率进入趋势性升值阶段并推动美元衡量追赶提速。汇率升值趋势背后最为本质的条件，则是进出口可贸易部门生产率持续追赶。2000—2013年中国制造业劳动生产率增长3.9倍，2000—2011年相对经合组织国家增长2.14倍（该时期中国生产率增速是经合组织国家3.14倍），推动国际收支平衡条件下理论均衡汇率升值趋势展开。

劳动生产率较快增长是一国经济追赶的必要和充分条件。中国生产率追赶阶段性成功，根本原因在于改革开放向市场经济转轨，大尺度降低经济创新活动交易成本，为发挥开放环境下后发优势和学习效

应，为实现大国特有规模经济与范围经济提供不可或缺的制度条件。从增长与发展理论的分析逻辑看，我国收入高速增长过程中国民储蓄率上升，市场环境下企业创新能力释放提升资本回报率，带动资本形成与资本存量快速增长，持续改变社会生产函数结构与提升效率。

中国经济起飞初始条件与路径特殊，则决定了改革开放时期人民币汇率先贬后升的演变轨迹。改革初期，乡镇企业释放资源部门转移增长效应，进出口部门整体生产率增速不快。20世纪80年代前后逐步放开计划时期价格管制等原因，造成一般物价较快上涨与市场汇率持续贬值压力。20世纪90年代中期后，上述两方面情况实质性改变，开放追赶经济体本币升值规律随后得以现实展开。

中国追赶提速的惊人影响

中国追赶提速是21世纪初叶世界经济史的最重要事件，是理解当今全球范围经济政治、国际关系的单个最重要变量。从三个层面观察21世纪中国追赶提速深刻改变全球经济版图：观察比较危机前后中国与主要发达经济体经济增速的巨大差距，通过若干宏观指标“增量贡献比”观察中国对全球经济增量贡献的惊人提升，观察中美若干宏观指标的相对变动轨迹。

首先比较中国、美国、欧元区、日本在国际金融危机前后若干宏观指标实际增速。在制造业这个最重要可贸易部门，危机前六年半（2001年年初—2007年年中）中国实际增速比上述三个主要发达经济体快10倍上下，危机后七年半（2007年年中—2013年年底）中国又增长近一倍，发达国家累计大体零增长。

中国总消费实际增长在危机前六年半比三个主要发达经济体快2~3倍，危机后七年半高出7~10倍以上。我国资本形成在危机前增速比发达国家高10倍以上，危机后发达国家基本上零增长，我国又增长一倍

左右。我国总需求实际增速危机前比主要发达国家高4~8倍，危机后发达国家累计增幅不到10%而中国增长近一倍。

小国高增长难以产生世界范围影响，作为10亿人口量级大国的中国快速追赶会对全球格局带来惊人变化。可用“增量贡献比”指标观察这方面影响。一国增量贡献比定义为特定国家在特定时期和特定领域的经济增量占全球增量的比重。考虑该指标年度值波动较大，采用HP滤波分析技术提取和观察其变动趋势。

中国GDP总需求全球增量贡献比，从2001年的8.9%上升到2013年的38.1%，而2013年美国总需求的全球贡献比趋势值为16.2%，其他金砖国该指标为11.3%，欧元区接近零值，日本贡献为负值。中国资本形成的全球增量贡献比趋势值，从2001年的17.1%上升到2013年的67.2%，2013年美国和其他金砖国该指标为10.8%和6.9%，欧元区与日本为温和负值。

中国总消费全球增量贡献比趋势值，也从2001年的5.3%上升到2013年的28.4%，超过2013年美国和其他金砖国该指标的15.9%和14.9%。中国在大宗商品消费增量贡献比指标测算值尤其惊人：以石油、铝、铁矿石、铜四种大宗商品为例，中国2001—2013年对其增量贡献比分别从24%、45%、68%和44%上升到80%、112%、107%和185%。经验事实显示，中国经济已多年稳定成为全球经济增长的最大增量贡献国。

中国人均宏观指标与美国的巨大差距至少要半个世纪才能逐步弥合，不过中国若干宏观总量指标已超过美国或快速缩小与美国差距。美元衡量中国工业增加值总量2010年第一次超过美国，2013年比美国高出三成上下。虽然中国工业结构高度化水平与美国比较仍有很大差距，中国工业总量超过美国仍具有里程碑意义。中国固定资本形成也在2010年超过美国，2013年比美国高37%。中国总储蓄于2008年超过美国，2013年大约超过美国2/3。

用美元衡量中国GDP占美国比例，从2001年的12.4%上升到2008年的31.6%和2013年的54.8%。笔者2010年年初在美国纽交所“中国经济论坛”演讲中，根据2003年高盛BRICS（金砖国家）报告发表后几年追赶实际表现重估中国经济总量赶超美国时间，结论是即便把2003—2008年实际追赶速度下调1/3，中国经济总量会在2025年以前赶上美国，比高盛报告预测的2041年赶超时点大大提前。近年数据显示中国经济总量有望在2020年前后赶超美国。

高储蓄高投资与长期增长关系

如何看待未来中国经济增长前景，国内外有不同观点讨论。2014年10月，美国著名经济学家萨默斯与合作者发表论文分析中国经济前景，该论文观察100多个国家多年经济增长数据，发现一国高增长一段时间后会很快向全球经济平均增速回归。考虑中国已高速增长30多年，他们根据“回归均值”规律预测中国今后20年平均增速会断岩式回落到3.9%，并断言全球经济增长重心向亚洲转移观点是“亚洲斜视症”（Asiaphoria）。

分析技术虽好，有些具体观点也有道理，然而基本分析思路需商榷。不论中国经济实际基本面条件，仅仅依据多国经济增速历史统计长期回归现象推断中国经济发展前景，显然是一个风险过大的分析思路。好比讨论哈佛大学经济系某个副教授能否升任正教授，不从他担任助理教授以来学术表现和目前研究状态等条件入手考察，而是用美国和全世界所有经济学博士毕业生最终能在哈佛大学取得教职的统计概率推测，分析得再精巧再细致也难脱致命偏颇。关键信息完全屏蔽，过于间接信息运用过多，绕这么大弯子做预测，可靠性无疑有较大问题。

推测一国经济成长前景，需具体考察经济发展的现实基本面条件及其演变趋势。对基本面条件可以从不同角度探讨。笔者认为，大体

合理的制度安排，加上较高储蓄与资本形成，是观察发展中国家经济追赶的基本条件变量。一国经济成长是技术与产业结构不断提升的过程，不过企业不可能在空中楼阁中技术进步，人力资本也无法用闭门造车方式提升，都离不开资本形成作为实现形式。现实生活中不同增长要素相互渗透交织发挥功能，后进国家如能动态改革调试以创造大体合理的制度环境，通过资本扩张与深化改造社会生产函数结构与提升其效率，就能推动技术、产业与经济结构向更高水平演变并逐步实现追赶目标。

回顾现代经济学说史上增长—发展思想学说源流演变，从斯密、李嘉图到缪勒、马歇尔，从刘易斯、哈罗德-多马到索罗、罗默，不同时期不同学派分析视角与政策取向不同，然而大抵包含共同理解：经济增长离不开储蓄投资，经济增长速度与储蓄—投资率成正比。当代新增长理论改变新古典增长模型有关技术外生假定，把投资看作具有激发技术进步与知识外溢效应的经济活动，深化了对增长实现机制的科学认识。

标准增长—发展模型偏颇在于比较忽视制度重要性。市场体制下较高储蓄与投资率对经济追赶具有关键促进作用，不等于说通过国家行政权力强行积累投资也具有等价功能。“二战”后一段时期广大发展中国家丰富实践经验表明，国家大规模强制动员积累与计划投资，虽能在一定时期实现高增长，然而非市场体制类型增长模式难以摆脱质量低下与难以持续的困扰，最终需探索不同形式改革开放路径再造市场取向增长机制。

结合中国现实认识高储蓄高投资对长期经济增长作用，则需适当区分厘清转型期特征现象与长期规律之间的关系。中国现实高储蓄率与高投资率，确实存在一些不合理因素并带来矛盾问题。例如政府部门仍维持较大规模净储蓄，客观推高储蓄率，要素价格改革滞后对企业利润率影响也会一定程度拉高储蓄率，高强度投资对生态环境带来

前所未有的压力。重视这类问题并加以改革调整是必要的，然而不应否定长期分析场合较高储蓄投资支撑经济追赶的前提性作用，否则可能出现“灯下黑”的认知偏差。

中国储蓄率与投资回报

中国仍有很高储蓄率与较高投资回报率。如能通过深化改革完善制度，把海量储蓄转变为高效资本，激活企业创新能力并推动技术和产业结构进步，中国有望持续追赶。

中国总储蓄率近年有所回落，从2008年53%的峰值下降到2013年的49.7%，不过仍远远高于美国、日本和德国。美国与日本目前储蓄率大约为18%，假定没有外部储蓄净流入，资本产出比为3∶4，再考虑总体资本折旧率，18%的储蓄率与投资率可能意味着资本存量不再增长，构成制约长期经济增长的重要变量。德国储蓄率仍然比较高，但2013年23%的储蓄率也远远低于中国。

更值得重视的是，中国资本回报率较高。可用两种方式观察资本回报率。一是用收入法GDP和投入产出表等宏观数据，结合资本折旧率估计来估算整体经济资本回报率。二是利用行业财务报表数据测算部门资本回报率。结果显示，在5%和10%两种假设下，用宏观数据估计的中国经济整体资本回报率近年有所下降，然而2013年仍在11%以上较高水平，应大幅高于4万亿美元外汇储备的未来长期投资回报。

再看部门资本回报率。由于宏观周期等方面原因，中国工业投资回报率近年明显下降，然而权益与资产税前利润率仍分别在17.3%与7.4%的较高水平。值得重视的是，民营企业资本回报率始终大尺度高过国有企业，2013年民企权益税前利润率25.6%，是国企2.2倍，提示中国工业部门维持较高回报率有较大潜力。从国际比较看，近年中国工业企业平均回报率大幅超过日本，与美国相仿，中国民企资本回报

率则大幅高于美国。另外，我国上市银行与金融企业过去近10年税前权益回报率大体在20%上下较高水平。

从储蓄率、回报率及国际比较入手讨论中国经济基本面条件，还可以结合劳动市场和就业损益情况探讨。21世纪以来，中国第二产业新增约7000万个工作岗位，其中一半左右估计是制造业就业岗位，同期美国和其他发达国家制造业就业人数则不同程度减少。可见美国要把缺乏开放竞争力的就业岗位不断“外包”转移出去，才能维持较高资本回报率，中国则是在就业和行业规模快速扩张中保持了较高资本回报率，显示处于不同发展阶段中美经济基本面条件差异。

力推改革提质增效是关键

虽然21世纪中国海外资产规模快速飙升到几万亿美元，然而需注意的事实是，中国输出的主要是资金而不是资本。中国或许不缺储蓄资金，然而仍缺少高效资本。目前中国劳动者人均平均资本估计约在美国二成上下，制造业人均资本可能是美国的25%~30%，仍需长期较快投资提升人均资本，才能实现中国持续追赶目标。这里最为关键的条件，是加快改革完善制度，为海量储蓄转变为高效资本提供必要体制保障。

力推金融改革是创造高效资本的直接必要条件。首先，要加快利率、汇率等宏观要素价格改革，避免负利率条件下储蓄追逐资产泡沫过度投机，避免汇率扭曲导致资源低效配置。其次，要破除垄断并放松银行及金融机构准入管制，加强针对金融机构资产负债表的审慎监管，在稳健前提下提升金融市场竞争度。再次，要加大资本市场改革力度，通过取消上市审批、加强事中监管、做实退出机制，完善资本市场体制以健全和提升其直接融资功能，改变国内优质企业国外上市高价利用外资、官方储备向国外低价输出储蓄的不合意格局。

激活企业潜能是创造高效资本的关键支撑条件。企业是资源配置的最重要微观组织，企业家是资源配置的最重要市场主体，要充分调动企业潜能以支撑可持续高效投资。首先，要贯彻依法治国方针，对包括民营企业在内不同所有制企业提供一视同仁的产权保护。其次，要反思与改革过于宽泛化的宏调体制，防范行政部门以宏调名义过多干预市场运行，妨碍充分发挥企业特别是民营企业在高效资本形成过程中的积极功能。再次，要破除垄断与放松投资管制，降低民企等市场主体在各类市场的准入门槛。

应对两大挑战为创造高效资本提供保障条件。一是应对分配领域矛盾。体制转型与高速增长会派生分配不公与收入差距加大问题。推进依法治国与建设法治社会，从制度上根治以权谋私顽症，是治理分配不公的不二选择。贯彻社会政策要有托底方针，健全现代社会保障体系，为可持续高效投资提供社会保障。二是应对治理环境污染难题。除了粉尘、水、贵金属、土壤等传统污染，近年多地特别是华北微颗粒物污染加剧成为国内外广泛关注的新问题。需采用减排放、转产能、调需求等措施综合治理，为可持续高效投资提供环境保障。

把握机遇推进改革，审慎评估应对风险注

人民币纳入SDR（国际货币基金组织特别提款权）货币篮子的预期向好

目前，中国正在积极做准备加入SDR货币篮子工作。从整体来看，资本项目可兑换进程应该早得多，比如，改革开放初期吸引外资实际上具有资本项目可兑换含义，当然有意识着力推进也是比较晚近的事情。人民币国际化大体在美国金融危机后才开始比较有意识地推进。无论是人民币国际化还是资本项目可兑换都有较多新政策性举措。观察2015年上半年有关政策演变态势，我国金融改革开放显著提速，感觉资本项目可兑换已进入最后冲刺阶段，不过人民币国际化进程要漫长得多。

因为本币国际化不仅取决于我们决心做到哪一步，还取决于别人接受到什么程度，因而门槛要高得多，即便最终能有较大成就，所需进程也要长得多。打个未必妥帖的比喻，一国实现资本项目可兑换好比是大学本科或博士顺利毕业，实现本币国际化则要求以全国名列前茅的位次毕业，甚至要求毕业论文拿到某个国际公认的比较有权威性的奖项，后者势必包含比较与竞争因素，因而难度要大一些。因此，即便可以说我国资本项目可兑换已进入收官阶段，人民币国际化或许仍处于起步或前期阶段。

SDR是由IMF（国际货币基金组织）创建与管理的一种补充性国际储备资产，可以在IMF的机制内充当支付手段和记账单位。SDR按各会员国在IMF所占份额进行分配，但是私人部门不能持有和使用。SDR价值由包括美元、欧元、英镑和日元在内的一篮子可自由使用货币决定，其中美元和欧元占据近八成权重。按照规定，IMF对SDR货币篮子

构成每5年评估一次。随着21世纪初年我国经济追赶提速和全球范围经济影响力空前提升，人民币加入SDR货币即“入篮”提上议事日程。2010年IMF执董会评估了人民币进入SDR问题。2015年又逢SDR定值评估年，人民币“入篮”呼声很高。

但是，一段时期以来有关这一问题的各种声音都有。比如2015年年初我们与IMF高官内部座谈，对方谈及人民币“入篮”可能时出语极为谨慎，大意是中国迟早会加入，但过早加入反而不好，明显表露出保留态度。美国财金高官包括IMF总裁公开对此问题表态时也同样比较保留，主要理由还是人民币自由兑换程度仍有待改进。我们知道，人民币早在1996年就已实现经常项可兑换，这些年来特别是后危机时期我国在资本项可兑换方面也有长足进展，这些事实有目共睹。不过如果一定与主要国际货币比较，人民币自由兑换程度在少数方面也还有明显差距，央行有关官员所言也符合实际。

值得关注的是，最近情况似乎正悄然发生转变。据报道，2015年5月26日，IMF第一副总裁大卫·利普顿表示，当前人民币币值不再被低估，估值处于合理水平，并欢迎人民币申请加入SDR货币篮子。另据报道，5月29日在德国德累斯顿七国集团财长会议上，德国财长朔伊布勒表示，财长们讨论了将人民币纳入IMF特别提款权（SDR）货币篮子的可能性，原则上一致认为应将人民币纳入SDR货币篮子，不过仍需完成相关技术性审查。这应是最近公开报道的有关人民币“入篮”前景的最为积极的信息。

中国向开放型市场经济体制快速转型

IMF和七国财长立场发生实质性转变，最终还是由中国经济开放成长阶段性成功的基本事实所决定的，所谓“实至名归”。主要应是基本面条件决定的。中国经济21世纪追赶提速，2014年用市场汇率折算的经济总量规模第一次超过10万亿美元，稳居第二大经济体位置。对

外货物贸易则已超过美国，成为最大贸易国。从全球经济增量贡献比率方面看，中国在过去10年已经成为最大的增量贡献国，持续领跑全球经济增长。另外，在主要宏观经济指标方面，例如，工业和制造业增加值、国民储蓄和资本形成规模等指标上，中国在美国金融危机前后都已超过美国，跃居世界第一的位置。SDR篮子货币所需要的经济与贸易总量规模，中国已大尺度超过所需标准。即便是最不愿意看到人民币“入篮”的人士，也无法回避上述引领全球经济格局深刻转变的基本事实。

中国经济快速成长是中国经济体制向开放型市场经济体制转型过程中实现的。虽然我国市场经济体制仍存在不完善之处，然而经过几十年努力，已经初步建立了市场经济框架，十八大以来，深化改革使得市场经济体制趋于健全完备。近年我国实施共建“一带一路”行动规划，倡议筹建亚投行获得国际社会广泛呼应，显示中国经济走和平发展道路理念被广泛接受，也显示中国经济影响力日趋增大。这些基本面条件应该是让西方主要国家在人民币加入SDR问题上“松口”的最重要考量。

我国资本项可兑换取得进展则是关键条件。人民币“入篮”对我国资本账户可兑换提出了较高要求。我国“十二五”规划部署“逐步实现人民币资本项目可兑换”，十八届三中全会全面深化改革决定也要求“加快实现人民币资本项目可兑换”。2015年是“十二五”收官之年，也是落实三中全会改革举措的关键年份。2015年我国政府以争取人民币“入篮”为契机，加大了推进资本项可兑换的改革力度。如2015年两会期间，央行副行长易纲就表示，中国正在与国际货币基金组织（IMF）积极地沟通，希望人民币在可见的、不远的将来能够成为SDR的篮子货币。周小川行长也在不同场合表示，我国正积极配合IMF就人民币“入篮”做技术评估，表达希望2015年实现人民币“入篮”的意愿和诉求。他明确表示，随着人民币国际化的推进，也出于中国

自身在贸易、投资、金融市场活动中的需要，中国政府会加快改革，在2015年大体实现资本项目可兑换目标。

2015年，我国推进资本项可兑换的实际改革和开放的政策实施力度也明显加大。如实施“沪港通”改革实现上海和香港资本市场的直接连通，目前大体平顺运行。利用自由贸易区政策平台，就资本项目开放主题进行不同方面的试点探索。高层批复合格境内个人投资者（QDII2）管理办法，考虑在上海、天津、深圳等城市择机推出，实质性放宽对境内个人投资者到境外投资的管制。与此相配套，国内金融体制改革也动作频频，例如积极推进利率和汇率市场化改革，监管部门罕见批复五家民营银行资格牌照，以放宽金融行业准入管制。这方面举措显示中国已经自信地开始资本项目开放的“最后一公里”艰巨行程，使得西方国家难以用“自由兑换”为由继续阻碍人民币“入篮”。

人民币加入SDR有多重积极意义

争取人民币“入篮”，显然具有多方面积极意义，对我国开放经济和平追赶应是既有“面子”也有“里子”的事情。首先是初步确立人民币作为国际储备货币的地位。随着中国经济成长与人民币实际升值趋势展开，已有不少国家和地区的货币当局不同程度选用人民币作为储备资产，人民币“入篮”将在多边体制框架下确认人民币作为国际储备货币地位。虽然SDR占全球储备资产比重不到3%，人民币“入篮”后在其中权重可能也有限，然而毕竟标志人民币作为储备货币往前迈进一步。

其次，人民币“入篮”将具有多方面重要标志性意义。例如，据中金宏观报告估计，自从SDR与黄金脱钩并于1981年以一个固定的货币篮子重新定义以来，还没有新成员加入它的货币篮子。欧元在1999年仅是替代了原先已在篮子里面的德国马克与法国法郎。如果人民币

2015年成功加入SDR，它将是后布雷顿森林体系时代第一个真正新增的篮子货币，也将是第一个来自发展中国家的SDR货币。这无疑是显示当今时代全球经济格局深刻演变的一个具有里程碑意义的事件。这从一个侧面显示，人民币以至于中国发展道路得到国际社会的广泛认可，标志IMF与时俱进调整改革取得一个实质性进展，对人民币国际化是一个重要的利好因素，对中国经济继续开拓和平开放发展道路是一个积极支持。

另外，更具有现实意义的是，中国政府旨在为人民币加入SDR创造条件而出台的政策措施，将推动中国金融体系的改革与开放，从而对中国经济产生深远的影响。我国利率和汇率的市场化改革，放松金融准入管制的改革，都已经呼吁和准备多年，也取得不小进步，然而长期以来难以取得突破性进展。利用争取人民币“入篮”对资本账户可兑换要求，借助国内金融市场化改革与资本账户可兑换之间的内在逻辑联系，进一步果断推进改革，使得金融自由化成为不可逆过程，不仅有助于我国金融业竞争度和资源配置效率的提升，而且对宏观调控科学化以及整个市场经济体制完善都具有重要意义。

高度重视与有效管理风险

加快推进改革和人民币“入篮”都是好事，然而体制转型进程必然利弊互见。动态评估和有效管理改革较快推进可能发生的风险，对改革稳妥推进并使新体制良性运行具有重要意义。

推进人民币国际化可能存在的一个风险，是资本账户放开的同时，国内汇率和利率体制改革滞后，金融部门准入管制改革滞后，金融系统外部开放与内部扭曲不一致会带来各种困难和风险。前几年学界讨论人民币国际化，一些学者着重分析这方面问题。不过从目前情况看，决策层大体同步推进国内金融改革与对外资本账户开放，二者不匹配可能发生的风险有可能得到较好控制。

加入SDR不等于放弃资本管制，然而，资本账户开放度毕竟需要大幅度提升，这意味着利用资本管制的防火墙功能相应减弱。回顾早年情况，我国银行体系虽然由于历史原因曾发生较高坏账率，然而并未爆发金融危机，而是通过剥离坏账重建银行资产负债表而化险为夷，能够这样做的多方面原因中重要一条是我国当时仍较大程度实施资本管制。大幅减少资本管制是开放环境下经济运行一个基本约束条件的改变，必然会带来新的风险和挑战。这对改进银行和金融机构治理结构，对增强企业和其他机构预算约束，都提出了更高要求。必须加快推进三中全会和四中全会改革部署，使经济体制机制尽快趋于成熟，才能有效应对资本账户扩大开放的风险。

即便是资本账户放开与国内金融市场化体制改革推进大体平顺，新体系能否良好运行仍取决于很多因素。例如，地方政府融资平台超量举债对借贷成本敏感度较低积累风险，如果不能相应推进地方政府融资体制改革，从而实质性修正上述行为机制，则可能会派生新风险。我国银行治理结构改革已经取得重要进展，然而，在利率大体放开后其行为是否能受到市场机制约束，也是观察未来银行系统运行风险演变的看点之一。另外，我国经济运行仍处于对上一轮高速扩张周期多重累积矛盾的最后调整化解阶段，早先过度扩张积累的风险释放过程已经并且还会伴随新的不确定性因素冲击。

重视与有效管理风险至关重要，不过也要看到任何改革都会有风险，因为有风险就裹足不前也不可取。中国大国开放市场经济成长，难免要过金融市场化与资本账户开放这一关。观察21世纪中国开放经济加速追赶与全球经济影响力空前提升的事实，分析后危机时代中国经济与全球格局变化的现实，加快推进有关改革应是合理选择。把握机遇，果断推进必要的改革，审慎评估与应对潜在风险，为中国经济创建更为健全的体制条件，为新一轮内生景气增长准备条件，是2015年我国金融改革与开放提速所释放的积极信号。

1. 本文根据2015年6月5日《金融时报》的访谈改编。

第十一章 中国经济的双重调整—21世纪宏调史分析视角

在自序中，我提到，借鉴十年宏调史观察视角，有助于更好地理解当前我国宏观经济形势特点。

本章采用历史与现实相结合的研究方法，选择周期和结构双重调整的观察视角，对我国目前经济形势做一番梳理考察。首先分别考察本轮周期和结构调整的特点与难点，接着考察本轮经济下行调整期的某些有利条件，最后分析双重调整当下状态并探讨应对政策。之所以安排这个特殊章节，是考虑其分析内容有助于说明，本书重视的21世纪宏调史分析视角对理解目前宏观经济形势特点具有认识增加值。

基本观点认为，近年我国经济运行下行态势与困难，作为新一轮经济周期与结构调整叠加作用的产物，是由我国经济追赶阶段性成功派生而来，挑战严峻然而也具有合规律性。目前经济运行处于本轮调整隧道的最深部位，政策应对“等不得也急不得”，而是需继续保持定力积极调整，丰富充实稳增长的同时，尤其要加快推进供给侧的关键领域结构性改革以提振信心，通过新一轮思想解放运动拓宽思想观念边界。从目前形势看，如果政策应对得当，我国“十三五”期间经济增速可能会“先低后高”，经济增速在6%上下筑底完成周期转换，并在下一轮景气周期阶段冲刺高收入经济水平。

本轮周期调整的特点与难点

宏观经济运行的周期性

影响经济形势的决定因素大体可以归结为三类：趋势性因素、周期性因素与随机性因素。周期形态与周期规律是理解特定时期宏观经济运行状态的关键变量与重要视角。所谓宏观经济周期，是指一国总产出、总收入、一般物价、企业利润、政府税收、就业量、广义货币等宏观经济变量增速指标，一段时期围绕其趋势水平上下交替偏离与继起衔接所构成并呈现某种规律性的波动形态。宏观经济运行受某种周期形态影响支配则是广泛国际经验显示的经验事实。

改革开放时代，我国经济持续高速增长也在周期波动中展开，大体已经历了四次下行调整与三次比较完整的宏观周期。启动改革开放历史进程在宏观经济政策层面是以当时决策层主动实施紧缩性调整为标志。针对1978年前后国民经济一些重大比例关系失调和经济工作急于求成的问题，中共中央于1979年4月召开工作会议，提出“调整、改革、整顿、提高”八字方针，经济增速从1978年的11.7%下降到1979年的7.6%和1980年的7.8%。

1981年经济增速达到5.2%的低谷后快速回升，1984年达到15.2%。这是第一个宏观经济回升阶段以至整个改革开放时期我国年度经济增速的最高值。然而经济过热与通货膨胀派生紧缩政策与宏观经济下行调整，到1989年和1990年经济增速分别回落到4.1%和3.8%的低谷，大体完成第一个比较完整的宏观经济周期。

1991年经济增速反弹到9.2%，意味着经济运行开始转入第二轮景气回升阶段。邓小平南行讲话推动我国改革发展历史新阶段。从经济周期角度观察，1992—1993年分别达到14.3%和13.9%的峰值，经济过

热伴随严重通货膨胀，居民消费价格指数（CPI）在20世纪90年代前中期超过20%。政府再次出台严厉的紧缩政策控制通胀，经济增速逐步分别回落到1998年的7.8%和1999年的7.6%，世纪之交出现第一轮物价负增长，并由此完成第二轮宏观经济周期。

21世纪初年，我国开放经济启动改革时期第三轮强劲景气增长，经济增速从2001年的8.3%一路上升到2007年14.2%的周期峰值。然而快速扩张伴随各种失衡因素积累，宏观周期调整规律再次发生作用并派生经济下行调整过程。新一轮调整从2007年下半年算起已持续近8年，从4万亿刺激政策推动经济增速达到峰值后，自2011年回落已5年有余，从2012年二季度经济增速“破八”也已3年多。

历次下行调整在宏观周期意义上具有某些普遍共性内涵，然而由于内外经济环境演变，本轮调整与早先几次比较，具有重要而深刻的特点。第一，调整时间更长。比较改革时代4次调整阶段经济增速从峰值到低谷的延续时间，第一次从1978年到1981年延续时间约为3年，第二次从1984年到1989年延续时长约为5年，第三次从1992/1993年到1999年约为6~7年，本轮调整从经济增速超过14%的峰值年份算起已长达8年。

第二，调整难度更大。经济运行面临减杠杆与稳增长、挤泡沫与防风险、PPI（工业品生产者价格指数）负值与CPI正值之间多重矛盾，宏调政策受到较多约束而面临“刀刃上的平衡”。消化前所未有规模的产能过剩，化解前所未有的局部资产泡沫与过高负债杠杆，管理前所未有的影子银行与地方债务过度扩张的风险，使新一轮调整政策面临前所未有的复杂形势。

第三，内外互动影响更复杂。例如，我国21世纪初年经济高速追赶，对大宗商品有强劲需求，通过“全球经济新三国”模式对国际大商品市场与资源出口国经济具有显著提振作用，近年调整期内需减缓也会对全球经济带来影响，并反转作用于国内经济。又如2015年上半

年我国倡导“一带一路”、亚投行，得到国际社会广泛积极响应，彰显中国经济正能量影响，然而后来股票市场与汇率波动也在国际上派生比早先时期更为敏感的关注反应。

从宏观经济周期角度观察，早先扩张阶段积累失衡因素特点，会对后续调整阶段经济运行轨迹产生重要制约作用。近年经济周期下行调整走势特点与难点，与21世纪初年我国开放宏观经济扩张以下几方面情况存在联系。

外需繁荣、过度投资、产能过剩

调整阶段需消化早先扩张阶段高投资形成的产能过剩，然而本轮扩张期产能过剩形成背景不同。21世纪初中国经济超预期追赶，出口增速多年高达25%~30%。“出口增速高原现象”诱致过于乐观的外需预期，高投资派生更大规模产能过剩需较长时期消化。

改革开放时期，中国经济用本币衡量持续快速增长，然而随着人民币“先贬后升”规律发生作用，进入21世纪后用汇率折算美元衡量的中国经济追赶提速，比早先时期以加倍速度展开，并且远远超过早先预期。例如，中国最高领导人2005年曾在公开场合预测，2020年中国GDP总量将达到4万亿美元，人均GDP将达到3000美元。然而实际上2008年中国年汇率衡量GDP总量和人均GDP已分别达到4.5万亿美元和3425美元，2014年分别达到10.38万亿美元与7589美元，经济追赶速度远超预期。

超预期追赶伴随出口与顺差高速增长。2002—2011年这10年间除2009年外，出口平均增速保持在25%以上，形成“大国出口增速高原现象”。中国出口在全球占比从2000年的3.5%上升到2010年的9.2%，2013年超过美国成为世界最大进出口贸易国。不同于20世纪80~90年代经济高速增长伴随贸易逆差增加或顺差减少，受可贸易部门生产率快速追赶与汇率调整滞后等因素影响，21世纪初年经济高速扩张罕见伴

随贸易顺差大幅飙升，成为同期全球范围国际收支不平衡扩大的重要构成部分。

中国经济追赶是在当代全球化时代环境下大国开放发展的合规律现象，然而，一度扩张偏快与顺差失衡持续扩大，并深度嵌入全球经济不平衡系统，对后续调整带来特殊困难。“世界工厂”地位与出口增速高原现象，通过企业“适应性预期”诱致更大规模的过度投资，由此形成较大规模的产能过剩需要较长时期逐步调整。另外，21世纪初中国出口持续高增长在利用发达国家存量市场方面取得长足进步，然而，中国成为最大贸易国也意味着发达经济体主导的外部景气回升对我国经济周期转换可能产生的推动作用趋于下降。

资产泡沫派生存量调整压力

调整阶段要消化早先通胀失衡影响，然而本轮扩张期通胀形成机制不同。随着我国体制转型深化与资产货币化市场化程度加深，货币扩张偏快更容易表现为房地产等资产价格飙升，而不仅表现为CPI上涨。资产泡沫化伴随过度杠杆化与金融风险因素积累，需较长调整期逐步消化。

与20世纪80~90年代财政赤字货币化、银行对国企低效贷款倒逼央行再贷款导致的货币过度扩张不同，21世纪初年货币增长偏快格局形成过程中，增持外汇储备导致央行资产被动扩张成为单个最重要根源。数据显示，2003—2012年央行总资产从6.2万亿元增长到29.2万亿元，2012年是10年前的3.75倍；同期广义货币M2从22.1万亿元增长到97.3万亿元，2012年是10年前的3.40倍；2003年不变价GDP从13.6万亿元增长到2012年的33.3万亿元，2012年是10年前的1.45倍。广义货币扩张是实际GDP增长的2.3倍，央行总资产增幅比广义货币更高。由于中国国际收支多年持续双顺差，外汇储备占央行总资产比例从54.3%上

升到80%上下，显示新时期基础货币扩张直接根源是外汇储备过量增长。

货币超发意味着通货膨胀，然而新时期通胀在物价表现方面呈现新特点。观察2003—2012年10余种具有宏观分析含义的物价指数年均增速可见，工业消费品如CPI中非食品部分或PPI中生活资料部分增速最低，原料、燃料等资源性产品与粮价、肉价等农产品增速较高，房地产等资产价格增速更高。上述经验观察提示一点重要关系：给定货币超发冲击环境，不同物品涨价幅度与其供给弹性存在反向关系。如受到制造业生产率较快追赶抑制作用，非食品消费品或生活资料工业品价格年均涨幅不到2%，然而供给弹性较低的农产品和商品房价格年均涨幅7%~9%和10%以上，缺少常规统计数据的土地、收藏品、可转让矿山开采权等资产价格涨幅应该更高。

在资产货币化范围扩大与程度加深背景下，供给弹性较小的房地产、艺术品、土地、矿山权属等资产容易出现价格过度飙升即泡沫化问题。我国股票发行行政管制对股票资产供给弹性产生影响，然而，2007年通胀高潮时股市出现6000点行情以及2014年初夏季节股价飙升，显示资本市场也容易成为资产泡沫化侵袭对象。随着资产货币化程度加深，货币扩张不仅表现为CPI等增加值对象价格上涨，而且更可能表现为已有存量资产价格飙升即资产泡沫因素。与此相联系，传统CPI对货币扩张的响应敏感度显著下降。统计分析显示，我国CPI对广义货币滞后一年期变动弹性，从1980—2000年的0.647下降到2000—2014年的0.194，即新时期消费物价对广义货币反应灵敏度比早先时期下降三分之二以上。

以资产泡沫为特征的存量通胀，与消费物价上涨为特征的流量通胀比较，前者对经济体浸润更深，派生失衡更为复杂，后续调节更为困难。CPI流量通胀下市场主体更多采用被动囤积保值方式减损避害，资产泡沫化背景下市场主体更倾向于通过主动投机性投资避险套利。

如果说流量通胀更多影响人们支出与储蓄行为，存量通胀则更为深刻地影响负债与投资行为。流量通胀场合价格飙升可能来势凶猛，然而如果断实施正确治理措施可能较快收效；在资产泡沫化与负债杠杆率过高背景下，存量调整与资产负债表修复更为困难。

大规模刺激的推延效应

过度扩张必然派生调整，然而本轮调整具体展开路径不同。21世纪初年经济扩张转向下行调整发轫于2007年下半年，然而调整进程由于美国金融危机冲击与我国实施大规模刺激政策而暂时改变。4万亿刺激政策取得推动国内经济V形回升成就，并对全球经济很快转入复苏做出特殊贡献，然而货币信用急剧扩张反弹也使本应调整的失衡矛盾因素有所加剧，后续调整也变得更为复杂。

2007年是新一轮经济周期演变的转折年份。当时经济过热伴随外部失衡加剧，常规货币信贷与银行表外业务高速增长，楼市、股市等资产价格飙升与CPI明显上涨，“民工荒”现象提示劳动市场需求偏紧压力，形势特征显示多年扩张达到极致，综合矛盾发酵与释放推动经济运行朝调整阶段转变。2007年下半年，中国政府系统实施紧缩取向政策，到2008年年中在控制经济过热与通货膨胀方面已取得初步成效。如能坚持调整政策，当时经济减速持续一段时期后，应有可能在2011—2012年重拾景气增长。然而2008年秋季美国金融危机全面爆发并冲击中国经济，外部环境逆转急促改变我国宏调政策轨迹。

面对出口急剧收缩与经济增速快速下滑的形势，中国政府2008年11月初重新部署宏调政策并急促推出4万亿大规模刺激计划。周期性紧缩政策转变如此急促，在改革开放时代可谓绝无仅有。刺激计划重点不在于其流行名称强调的政府承诺从2008年第4季度开始的9个季度中投资4万亿元，而是金融政策前所未有的放松带来货币信用罕见扩张。数据显示，刺激政策出台后广义货币和信贷增速从早先15%上下很快飙

升到25%~30%，地方政府债务从2007年的4万亿元飙升到2010年的10万亿元，三年飙升1.5倍，其中2009年增长62%。

货币大手放松与信用猛然扩张，确实对扭转此前经济增速令人不安的快速下滑形势发挥了积极效果。工业生产增速从2008年年底的5%左右上升到2010年年初的20%以上，投资实际增速从2008年年底的15%上下飙升到2009年一度超过45%，GDP季度同比增速从2009年1季度的6.2%低谷反弹到2010年2季度11.9%的阶段性峰值。不过取得上述成就支付了不菲代价，一个重要代价就是使本来需调整的某些失衡因素进一步加剧与复杂。

以房地产行业为例，该行业21世纪初多年扩张已出现局部泡沫因素，2007年紧缩政策已对房地产过度扩张初步产生降温作用，2008年夏季这个行业已普遍感受到调整压力。然而，4万亿刺激政策使得受到过量库存困扰的房地产开发商立刻解套并转而投入新一轮更大扩张，商品房价格则由此前低迷状态应声而起。在政府推出一揽子刺激措施后17个月内，存在显著低估偏差的房地产官方统计价格进一步飙升47%，客观上加剧了一些地区本已存在的房地产泡沫化因素。

货币信用刺激与十大产业振兴计划推动投资急剧反弹，客观上加剧了一些工业部门本已存在的产能过剩压力，并对国际铁矿石以及其他大宗商品价格2009年年初的反弹产生助推作用。随着大宗商品价格2010年达到或接近危机前峰值，我国进口价格随之反弹到2008年上半年历史峰值，贸易条件出现21世纪以来最大幅度年度恶化。还应关注的是，2008年秋季紧缩调控关键阶段，市场预期经济下跌会倒逼政府出台刺激政策，因而对是否应顺势调整心存疑虑，刺激政策客观上坐实了政策救市预期，也使后续调整更加复杂。

本轮结构调整的特点与难点

一是要素价格上升与本币实际升值“内挤外压”，倒逼劳动密集型和低附加值行业转型升级，需培育足够体量规模的新增长动能才能走出低谷，因而比早先调整更加深刻。二是煤炭、钢铁、电力等重工业部门外延扩张接近峰值，这些部门在早先下行调整阶段先行回升，推动周期转换的主引擎功能显著弱化，要求深化改革简政放权以创造更为分散化、多样化的新增长动能，因而也比早先调整更困难。

要素成本上升倒逼结构调整

我国劳动力、土地等要素成本以及环保成本都快速上升，本币实际汇率趋势性升值，构成新时期我国产业结构调整深刻而持久的驱动力量。第一，以农民工群体这个较低端基准劳动力要素成本为例，平均月工资从2000年的563元上升到2014年的2864元，2014年是2000年的5.08倍，年均增速为12.3%；考虑CPI上升的实际工资年均增速也在9.6%的较高水平。用市场汇率折算美元衡量2014年是2000年的6.76倍，年均增速更是高达14.6%。第二，虽然2015年8月11日人民币汇率中间价形成机制改革伴随对美元汇率短期贬值，然而过去10年人民币对美元名义与实际汇率分别约升值30%和43%，人民币名义和实际有效汇率分别升值50%和58%。第三，全国国有土地出售价格从2003年的每亩6.8万元上升到2010年的每亩42.3万元，2010年亩均售价是2003年的6.2倍，10年景气扩张期年均上升29.8%。最后，生态环境压力增加已达到与逼近红线，环保监管力度与环保成本趋势性上升。

要素价格随着经济发展水平提升而逐步上升并带动产业和技术结构变迁，是经济发展阶段性成功的产物，总体属于合规律现象。不过，上述变化的某些方面也与我国体制政策特定安排内容以及某些有

待完善的因素有关。例如近年我国农业补贴快速增长提升农民收入，同时也会增加农业劳动力转移机会成本，并对农民工工资上升产生某种边际影响。在国有垄断城市建设用地体制与农村集体建设用地流转权改革滞后的背景下，市场机制难以较好发挥调节土地供求关系与抑制地价过快飙升的功能。企业用工各项社保提留比例增长偏快也会导致企业用工成本增长过快。在经济景气繁荣期，具有顺周期属性的企业利润较快增长，企业对要素综合成本快速上升尚能承受，而目前经济下行阶段则面临较大调整压力。

要素价格变动“内挤外压”倒逼结构调整最突出的表现，是大量加工贸易以及其他劳动密集型行业或生产区段面临紧迫调整压力。在周期与结构调整叠加环境下，一些高度依赖传统加工贸易的东南沿海地区，劳动密集型主导产业需逐步转移和退出，同时要创造并培育出足够数量的新增长因素才能走出周期低谷，因而比早先调整来得更加深刻。

增长动力转换需要结构调整

随着中国城市化与工业化整体进入中后期，部分重工业部门外延扩张达到或接近峰值，这些部门未来仍有不同程度数量增长空间，尤其是内涵式集约增长潜力很大，然而，未来难以承担早先推动周期阶段转换的重要增长引擎功能。更广泛观察，推动早先30余年我国经济高速增长的动力结构正在发生深刻变化，传统行业助推增长能量相对早先时期显著减弱，未来要在充分发掘利用传统行业增长潜能的同时，着力培育提升新增长动能以“实现新旧动能协同作用”。本轮调整需更加重视深化改革简政放权以激发市场活力，创造更为分散与多样化的增长动力结构，因而需付出更大努力并面临更多困难。

增长动力转换从钢铁、电力、煤炭等几个重工业部门对宏观经济周期变动相对贡献消长上看得比较明显。改革时代，上述三大重工业

部门增速变动呈现出与宏观经济周期大体一致的形态，并在周期转折阶段往往较早回升，形成推动宏观经济复苏的重要力量。例如，第二轮调整低谷期钢产量增速拐点发生在1990年，从1989年3.73%的增速提升到1990年的7.73%，明显领先整体经济触底回升时点。第三轮周期增速拐点发生在2001年，从2000年的3.41%提升到2001年的18%，再次显著领先于整体经济转入景气增长阶段时点。上述三个重工业部门对整体经济增长贡献从20世纪末0.2个百分点上下，提升到2004—2007年1.5个百分点左右，在21世纪初年景气高涨时期对整体经济增长直接贡献率在10%~13%。

然而，钢铁等重工业部门数量扩张已接近历史峰值临界点，这些部门集群在早先经济调整阶段先行回升并带动宏观经济周期整体转换的主引擎功能会显著弱化。以钢铁为例，主要发达国家普遍经历钢铁人均消费量达到峰值后趋势性下降过程，从15个主要发达经济体[注]情况看，日本与加拿大人均钢铁表观消费量峰值超过0.7吨，分别为0.82吨和0.78吨；法国与荷兰低于0.5吨，分别为0.49吨与0.42吨；其余在0.5~0.7吨之间；15国钢铁消费峰值的简单均值约为0.6吨。与此对照，中国2014年表观消费量约为0.54吨，约占上述国家均值的九成，或已接近历史峰值。煤炭和电力由各自消费增长规律决定，可能也已接近历史峰值。由于传统部门增长驱动功能趋于弱化，本轮调整更需要着力培育新产业、新业态、新产品以推动结构转换，这使得本轮调整使命更为深刻与困难。

---

1. 包括日本、瑞典、加拿大、西班牙、意大利、奥地利、德国、比利时、俄罗斯、澳大利亚、芬兰、美国、英国、法国、荷兰。

本轮调整的有利条件

本轮调整面临诸多困难，同时也存在一些有利条件。一是从内部环境看，调整期就业形势至今较为稳定，居民收入与消费维持较快增长。二是从外部关系看，调整过程伴随进口价格回落，我国贸易条件得到显著改善。三是从区域关系看，中西部地区较快增长“弯道追赶”，有利于我国形成区域比较平衡的发展态势。全面观察认识双重调整阶段经济困难与有利条件，是评估选择适当应对政策的前提。

民生形势总体平稳

虽然近年宏观经济经历深度调整，但劳动力市场与就业形势总体比较平稳，居民收入与消费仍保持较快增长；同时，随着社会保障体系建设取得较快进展，社会政策托底作用显著提升；调整期主要民生指标表现较好，为宏调政策保持定力更多依靠市场力量推进双重调整提供有利条件。需关注的是，2015年秋粮上市前后国内粮价较大幅下跌，新一轮粮食市场周期调整对劳动力市场供求关系影响有待观察，不过估计应不会根本逆转上述就业形势特点。

与世纪之交经济下行调整伴随下岗失业压力剧增的严峻形势不同，与1989年前后调整期宏观经济与相关政策变化导致农民工大规模回流不同，近年无论从失业人数还是新增城镇就业指标来看，就业形势都总体平稳。2010—2014年我国城镇登记失业率稳定在4.0%~4.1%，2013年6月以来调查失业率大体稳定在5%上下，显示城市失业率指标大体平稳。我国适龄劳动力人口增速减缓，适龄劳动人口三年移动平均增速近年已下降到不足0.06%，年均新增适龄劳动人口量下降到几十万人，在此背景下，我国新增总就业人数近年下降到200多万人。然而，二三产业新增就业仍较快增长，2012—2014年新增就业分别为1100万

人、1880万人和1660万人。考虑上文讨论农民工工资较快上升情况，劳动市场显然没有出现明显供大于求的压力。

经济下行阶段仍能创造较多非农就业岗位，这看似奇异的现象主要是第三产业较快增长所致。2012—2014年间，第三产业新增就业分别为410万人、1957万人和1730万人，总共增长4097万人，占同期二三产就业人数4640万总增加量的88%。与此对比，第二产业新增就业分别为700万、-70万和-70万，仅占同期二三产业就业增量的12%。第三产业的新增就业贡献不仅来自第三产业经济活动增加直接创造就业，而且表现为第三产业在经济结构中比重上升间接创造就业。2010—2014年第三产业占GDP比重从44.2%上升到48.1%，年均上升接近1个百分点。据估算，同期2012—2014年因为第三产业占比提升因素年均创造800万就业岗位，贡献了同期一半以上的二三产业就业总增加量。

近年，城镇居民实际收入与消费支出虽显著回落，然而仍保持较快增速。2012—2014年城镇人均收入增速分别为9.6%、7.0%和6.8%，农村人均收入分别为10.7%、9.3%和9.2%，农村居民收入增速显著超过GDP增速并超过城镇居民，也明显好于1989年前后、世纪之交两次调整期间的居民收入增速。劳动者报酬占收入法GDP比例从2010年的45%上升到2014年的46.5%，提升了1.5个百分点。另外，社会保障支出从2010年的15020亿元增长到2014年的33003亿元，4年增长1.19倍，年均增速为21.6%，占GDP比例从3.67%上升到5.19%，直接增加了居民的转移收入。

近年城乡零售消费增速仍保持在9%~10%的较高水平。网售消费快速增长主要体现对实体店零售消费的替代性变化，同时也包含因为网售降低交易成本对消费的提振作用。口径更宽的城乡消费支出增速回落较为明显，2012—2014年城镇消费支出增速分别为7.1%、6.4%与5.8%，三年简单均值为6.4%；农村居民消费支出增速分别为9.6%、7.7%与5.9%，三年简单均值为7.7%。对此上一轮下行调整期1996—

2001年城镇居民消费年均增速5.1%，农村消费1997—2003年持续7年负增长，本轮调整期消费增长仍属较好。

我们研究组今年暑期实施地方调研，无论是在经济形势困难较多的山西和黑龙江，还是亮点较多的广东与重庆，考察观感也支持居民消费仍维持较好增长的判断。又如2015年国庆黄金周期间，全国零售餐饮消费首次过万亿元，比2014年9750亿元增长10.97%；2010年国庆黄金周上述消费为5925亿元，过去5年年均增长12.76%；从一个侧面显示居民消费仍比较活跃。不过粮食周期调整对农民收入和消费影响有待观察。

贸易条件显著改善

21世纪初年，我国经济加速追赶派生一个罕见现象，就是国内经济增速涨落会一定程度内生决定我国贸易条件反向变化。伴随我国开放经济高速增长，2001—2008年贸易条件累计下降大约25%。2009年我国与全球经济增速下降，我国贸易条件大幅改善8.7%。4万亿刺激政策推动国内经济V形反弹并助推全球经济增速回升，2010年贸易条件经历10%的最大幅年度下跌。贸易条件不利变动导致国民福利损失，损失最高年份是2010年的8000多亿元，其次是2008年的4800多亿元；损失GDP占比最高是2010年的2.2%，其次为2004年的1.6%。2001—2010年10年贸易条件变动派生福利影响占GDP比例损益相抵后累计净损失9.46%。粗略度量结果显示，21世纪最初10年贸易条件变动造成中国经济总量每年平均接近1%的福利损失。

上述贸易条件不利变动原因，较大程度与中国经济快速追赶的发展阶段特点有关：一方面，大国快速追赶阶段，不同制造业部门劳动生产率快速增长，推动这些部门国际相对竞争力提升，出口规模扩大的同时出口价格通常难以持续提升。另一方面，快速追赶伴随城市化工业化高速推进，推高各类原料、能源等初级资源性商品进口大规模

增长，与这些部门产出供给短中期弹性较小以及国际市场卖方寡头结构相结合，客观上推高进口价格较快增长。给定我国现阶段初级产品“进口增量超级大国”地位，如果国内经济增长偏热，会进一步抬升进口价格并导致贸易条件恶化，折射“增长太快不划算”的逻辑。

以我国进口体量最大的铁矿石为例，国际市场铁矿石价格从2004年每吨40美元上下急剧飙升到危机前后2007年和2011年每吨190多美元，近年回落到每吨50~90美元。我国铁矿石年进口量从2004年的2.1亿吨激增到2014年近9亿吨，铁矿石价格涨跌对我国损益达几百亿美元。另外过去10余年我国粮食进口从2000万吨增长到1亿多吨，原油进口从9100万吨增长到3亿吨，价格大幅起落对我国贸易条件产生重要影响。

随着中国与全球经济减速调整深化，近年大宗商品和进口价格大幅下降。调整深化期伴随外部贸易条件2011年以来罕见持续改善，贸易条件指数值从2011年初低谷的70上升到2015年4月的85，4年多累计提升约两成。初步匡算，2012—2014年由于贸易条件改善增加的国民收入占GDP比重分别为0.9%、0.24%和0.66%。考虑贸易条件的国内总收入（GDI）增速分别约为8.6%、7.9%、8.1%。

中西部地区“弯道追赶”

表2是2012—2015年我国31个省级行政区经济增速在中位数及以上的16个省（区、市），同时显示了经济增速在中位数及以上的中西部省（区、市）个数及所占比例，可见近年经济增速在中位数及以上的中西部省（区、市）为12~14个，占增速较高省级行政单位的75%~87.5%。大部分中西部地区在近年调整期持续保持较高增速形成“弯道追赶”局面，有可能推动我国经济发展的新一轮经济地理革命。

表2 中西部省（区、市）相对经济增速（2012—2015）*

年份	经济增速在中位数及以上的16省（区、市）	中位数及以上中西部省（区、市）	中西部个数	中西部占比
2012	广西、福建、内蒙古、宁夏、西藏、新疆、吉林、安徽、青海、四川、甘肃、陕西、云南、重庆、贵州、天津	广西、内蒙古、宁夏、西藏、新疆、吉林、安徽、青海、四川、甘肃、陕西、云南、重庆、贵州	14个	87.5%
2013	四川、江西、湖北、湖南、广西、安徽、甘肃、青海、福建、陕西、新疆、云南、西藏、重庆、天津、贵州	四川、江西、湖北、湖南、广西、安徽、甘肃、青海、陕西、新疆、云南、西藏、重庆、贵州	14个	87.5%
2014	江苏、山东、河南、甘肃、安徽、青海、湖南、湖北、江西、陕西、福建、天津、新疆、贵州、西藏、重庆	河南、甘肃、安徽、青海、湖南、湖北、江西、陕西、新疆、贵州、西藏、重庆	12个	75%
2015**	广西、河南、海南、青海、云南、新疆、江苏、安徽、湖南、湖北、福建、西藏、江西、天津、贵州、重庆	广西、河南、青海、云南、新疆、安徽、湖南、湖北、西藏、江西、贵州、重庆	12个	75%

注：*西部地区包括12个省级行政区，分别是四川、重庆、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、广西、内蒙古；中部地区有8个省级行政区，分别是山西、吉林、黑龙江、安徽、江西、河南、湖北、湖南。

**2015年是前三季度数据。

上述现象与我国目前产业结构调整发展环境特点具有内在联系。中西部地区总体而言城市化工业化水平相对滞后，为这些地区近年经济较快增长提供了比较优势条件。在我国要素成本提升推动产业结构调整的大背景下，中西部地区土地与劳动等要素成本较低显示相对竞争力。另外，随着这些地区基础设施条件显著改善，过去与沿海地区比较而言物流成本较高的不利因素显著减少。上述综合因素作用下，很多跨国公司与国内企业近年在中西部地区大举投资，形成这些地区新一波工业化、城市化浪潮。对很多农民工而言，在离家较近地区打

工更为便利，加上农业补贴提升农业劳动力转移机会成本与加强就近求职偏好动机，也对上述演变潮流产生助推作用。

近年，中西部多数省份“弯道追赶”从两方面得益于目前经济下行调整环境。第一，大宗商品与资本品价格低迷，降低了这些地区城市化与工业化所需投资的实际财务成本。前文讨论的中国整体外部贸易条件改善，就其国内区域分配构成特点而言，为投资增长较快的中西部地区带来较大利益。当然，初级产品进口价格大幅下跌也对北方一些资源密集的中西部省份如山西、内蒙古、黑龙江等带来特殊困难。第二，提供了比较有利的宏观政策环境。从历史经验看，经济增速较高通常伴随通胀，这时宏调政策会向紧缩方向转变以抑制经济过热和通胀。近年，大部分中西部地区经济增速较快，一些地区一直维持接近和超过两位数增长，然而由于整体宏观经济面临下行压力，中央宏调政策一直高度重视稳增长目标，为较高增长地区提供有利政策环境。

近年，经济下行调整期10多个中西部省（区、市）经济增速保持在全国中位数以上，3~4亿人口经济区域“弯道追赶”有望形成新一轮大国经济地理革命势头，对于改变我国大国区域不平衡与推动“区域协调发展”，对于“十三五”时期脱贫攻坚以实现全面建成小康社会目标，都具有重要现实意义。这方面经验现象，对我们观察大国开放追赶过程中如何从阶段性区域不平衡走向相对平衡的动态过程和规律，也具有重要认识价值。

双重调整进入关键阶段

21世纪初年，我国经济强劲扩张并积累不平衡因素，需经历一次深度调整才能重回可持续增长轨道。经济发展阶段性成功推动要素价格上升与增长动力转换，派生新一波深度结构调整压力。中国经济快速追赶及外部不平衡深度嵌入全球经济格局演变，使得中国与全球经济调整呈现前所未有的互动关系。观察目前形势，经济双重调整已取得阶段性成效，然而经济运行尚未走出调整谷底期，不排除2016年可能要应对新考验才能迎来新一轮景气增长。

失衡调整阶段性成效

与决策层“宏观政策要稳，微观政策要活，社会政策要托底”的经济工作总思路相一致，近年中国经济政策优先目标定位于力推全面深化改革以激活经济增长微观动力，宏调政策力求保持货币与财政既不放松也不收紧的大体中性状态，在此基础上利用市场出清功能逐步化解早先失衡矛盾，同时采用各种宏观总量性与定向结构性政策工具手段千方百计稳增长。近年，调整失衡已在多方面取得阶段性成效，正在为下一阶段经济周期过渡转变准备必要条件。

阶段性成效首先表现为“挤水分”，即逐步消化调减早先扩张期形成的偏高产能。在经济景气扩张阶段，那些投资规模大与生产周期长的上游行业增长更快，近年经济周期调整重要内容之一，是逐步调节消化早先过度扩张带来的产能过剩。如我国钢铁等上游部门21世纪初超常扩张，到2007—2008年已面临产能过剩压力，刺激经济时期新一轮扩张使失衡矛盾有所加深，近年调整期无法回避“去产能”阵痛。近年我国PPI整体持续负增长所伴随的分行业价格结构特点，形成

一种特殊的“宏观相对价格”变动，对工业部门产能过剩发挥实际调节作用。

这种“宏观相对价格”与市场出清机制调节过剩产能过程，大致原理是通过限制投资调减增量，通过经济增长消化存量。在价格信号引导和竞争机制倒逼作用下，产能过剩行业投资增速下降或绝对调减不同程度控制新增产能，已有过剩产能存量则通过经济总量需求中高速增长逐步消化，构成近年调减过剩产能的主要途径和图景。上述“宏观相对价格”变动在所谓“通缩”环境下具有市场化“去产能”效应，显示物价下降或通缩压力客观上承载了应对过剩产能及过量库存的周期调整功能。

分析我国制造业几十个细分行业PPI和投资数据可以看到两点现象：一是早先经济扩张时期价格上涨幅度越高的行业近年价格跌落幅度越大，二是近年价格降幅越大的行业其固定资产投资增速也越低。可见“宏观相对价格”变动与传统行政管制手段控制产能过剩方式比较，提供了一种主要基于市场价格和竞争机制的替代性市场化“去产能”机制。目前这个进程已经取得显著成效，这个过程大体完成将是最终实现本轮周期转换的重要推手和标志。

其次表现为“去泡沫”，即治理房地产等部门过度扩张与价格虚高因素。2003—2008年货币信用扩张推动房价多轮大幅上涨，大部分时间房地产投资增速高达30%。2009—2010年大规模刺激经济时期，房地产经历新一轮更为迅猛的扩张，从官方统计部门提供的存在增速低估倾向的房价指标看，大规模刺激政策推出后17个月全国平均商品房销售价格上涨近一半。房地产过度扩张受到多方面因素作用，然而就宏观经济分析逻辑而言，相当程度是货币信用过度扩张的产物。随着十八大以来货币与宏观政策定位中性立场，房地产部门早先潜在过量库存与风险逐步显现，近年房地产销售和投资双双较大幅度下降，整个行业经历“去库存”过程，房地产投资回落成为宏观经济下行压力

的重要原因。今年我国楼市行情出现分化格局，大部分三四线城市楼市仍处于低迷状态，一线城市则销售与价格回升，个别城市甚至出现价格反弹形势，显示楼市调整也取得一定成效。

再次表现为“控杠杆”，即规范影子银行与地方债务过度扩张。此前宽泛化宏调伴随“金融抑制”有增无减，影子银行与表外业务快速扩张，地方政府债务超常增长，一些行业与机构杠杆率偏高为经济运行注入不确定因素。近年调整期政府加强了对影子银行的监管及对地方债务的管理。从2013年3月银监会8号文，到2013年年底国务院办公厅107号文，政府有关部门系统加强了对影子银行的监管，影子银行业务增速从2013年增长34.9%下降到2014年的13.6%，2015年上半年进一步下降到3.4%，过度扩张势头得到遏制。

十八大以来政府加强对地方融资平台管理，并着手理顺地方政府融资机制。2013年年底国务院办公厅20号文件部署对全国政府性债务审计工作。2014年8月31日，全国人大审议通过预算法修正案，修改有关地方政府发债法律规定，对地方政府举借债务规模、偿还、资金使用等提出明确规定。2014年10月2日，国务院下发加强地方政府性债务管理的43号文件，规定剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务。财政部下发配套文件对存量债务的清理甄别提出具体实施方案，2015年3~8月，先后分三批共实施3.3万亿元地方债置换，地方债过度扩张风险正在得到逐步化解。

最后表现为“调预期”，即引导市场转变经济回落政府必然大手刺激的预期。21世纪初多年高增长使市场预期偏于乐观，“4万亿”刺激客观上增强了政策救市预期。近年宏调政策保持定力，以稳为先，既不收紧也不放松，更多利用市场力量与价格机制调减过剩产能，在防控金融风险的前提下降低过高杠杆率并允许个别金融产品违约。市场开始转变“政策是跌出来的”早先流行预期，有利于提升市场硬预

算约束与宏观财金纪律有效性。2015年夏季，股市波动与干预政策引发不同意见讨论，然而这个特殊变动并未改变上述基本调整趋势。

结构调整取得进展

随着我国经济发展阶段演进，同时由于改革政策推动以及经济下行压力倒逼作用，近年我国经济结构调整无论在行业还是宏观层面都有活跃表现，取得多方面明显进展。2015年暑期，我们研究组调研广东、重庆、山西、黑龙江四省市经济，切实感受到深度调整期地方经济普遍面临多重困难考验，也看到基层结构调整取得进展的活跃表现。

首先是经济比例结构显著改善协调。从产业结构看，2015年前三季度第三产业增加值占国内生产总值的比重为51.4%，比上年同期提高2.3个百分点，高于第二产业10.8个百分点。从需求结构看，2015年前三季度最终消费支出对总需求增长贡献率为58.4%，比上年同期提高9.3个百分点。从收入结构看，居民部分收入占初次分配总收入比例从2008年的58.7%上升到2015年的61.6%。从节能降耗情况看，2015年前三季度单位国内生产总值能耗同比下降5.7%。这些改善发生根源既包含周期性因素，也不同程度体现趋势性变化。另外投资和贸易结构也有明显改善。

其次是新产业、新产品、新业态不断涌现，简政放权和改革举措激发市场创新创业活力。互联网、物联网、新能源、机器人等新兴产业快速发展，特别是互联网的普及利用，在改造传统产业的同时创造出很多新业务，成为推动服务业活跃发展的新亮点。广东等沿海地区近年开启利用工业机器人潮流，浙江利用互联网服务中心平台开拓服务业创新之路，高铁快速普及带来交通便利与经济效益。在地方调研中看到，广东省互联网和相关服务业营业收入2015年上半年增长22.7%，软件和信息技术服务业营业收入增长18.4%，通信器材类商品

销售额同比增长27.1%，批发零售业通过网上销售实现商品零售额增长52%。在外贸方面也出现新业态。2015年1~5月，广东旅游购物出口49.9亿美元，比上年增长几十倍，23家外贸综合服务试点企业出口73.1亿美元，比上年增长43.1%，跨境电子商务进出口初步试水达到3.9亿美元。正如李克强总理在2015年10月16日八省（区、市）负责人经济形势座谈会上指出的，经济“新动能从某种程度上可以说是‘咄咄逼人’，在一些方面已经发挥了突出作用”。

再次是近年开始推进实施的商事登记制度改革，通过简化企业注册登记程序、降低市场准入门槛和营造宽松市场环境，显著调动社会投资创业的积极性。从2012年开始，商事登记制度改革在深圳、珠海、东莞和顺德等地开展试点并取得成效，一年内新登记各类企业同比增长68.9%。2014年3月1日起，商事登记制度改革在全国全面实施，平均办一家企业所用时间从原来的25.6天缩短为14.3天。一年内全国新登记注册企业383.2万户，平均每天新登记注册企业达10500户，同比增长49.8%，注册资本20.7万亿元，同比增长102%。2015年上半年，广东省新登记各类企业29.1万户，同比增长26.3%；重庆市新发展小微企业5.5万户，实现产值3200亿元，增长31.3%。随着我国经济发展与产业结构高度化提升，下一步产业结构转型升级的前沿不确定性因素增加，更加需要通过简政放权为草根创业松绑，激发微观经济活力，为通过市场试错发现新增长点提供适宜体制和政策环境。

最后是不同区域根据自身特点，谋求进一步发展并呈现分化转型格局。北、上、广、深一线城市与江浙等东南沿海发达地区前沿创新活跃亮点频现。笔者近年在广东、浙江考察激光、医疗器械、特种车、纺织机械等行业，一些企业经过多年发展已接近全球产业技术与制造前沿，显示我国制造业在华为、联想、格力等传统制造标杆企业确立世界影响力的基础上，一些新行业也有一批知名度尚不高的企业在全球中高端市场登堂入室，代表了未来我国制造业转型升级方向。近年广东、浙江等地技术改造投资大幅提速，显示我国工业制造较发

达地区正从早先侧重基建投资推动产能外延式增长，转向更加重视采用新技术、新工艺的内涵式增长方式。如前文讨论，得益于目前大宗商品供应充足与价格走低形势，依托劳动力等不可贸易要素成本相对优势，一大批中西部经济相对后进省（区、市）在调整期逆势而上，多年保持较快经济增速，不同程度缩小了与全国平均水平差距。

我国北方与东北资源富集省区在21世纪初年得益于“商品红利”较快增长，近年调整期普遍面临上游原料与基础原材料价格深度回落的巨大冲击。另外，有的地区还面临资源储量趋于下降枯竭、国企体制机制改革不到位、人口增速较早达到拐点与劳动力流出增加等方面结构性困难，这些地区经济如何突出重围是本轮经济调整面临的最大区域经济挑战。不过即便在这些地区也能看到转型升级的努力与成效。例如，山西省近年新增投资行业分布与地区经济结构呈现合理调整趋势，2014年固定资产投资中民间投资增长20.5%，比全省平均增速高9个百分点，占全省固定资产投资比重为58.3%，比上年提高4.4个百分点。黑龙江是传统“四原（原煤、原油、原粮、原木）”优势比较明显的东北资源大省，近年调整期经济面临严峻考验。然而该省某个早先重工业主导城市，由于较早重视与主动实施产业结构调整，目前产业结构已转变为以奶制品为龙头的食品加工业等轻工业占工业比例过半的比较均衡结构，得以在本轮下行周期调整中取得较好的增长绩效。

目前仍处在调整攻坚期

虽然双重调整都取得显著进展，目前我国整体经济运行状态尚未走出下行调整谷底期，不排除2016年可能要应对面临新考验才能迎来新一轮景气增长。

外部不确定因素与风险

后危机时期全球经济格局持续发生深刻演变，突出表现之一是美、欧、日等发达国家对全球增长贡献从早先7~8成左右下降到不足3成，新兴经济体与发展中国家贡献从早先时期不到3成上升到近年7~8成，其中我国增量贡献率在四成上下，高于包含主要发达经济体的“七国集团”（G7）整体贡献率。中国与外部经济关系格局也朝更加多元与比较平衡的方向转变。例如，近年中国进出口贸易增量贡献大约七成来自新兴经济体与发展中国家，中国FDI（外国直接投资）绝大部分来自发达国家，然而ODI（对外直接投资）一半以上流向新兴经济体与发展中国家，中国对外工程承包项目接近九成分布在广大新兴经济体与发展中国家。

全球经济格局趋势性演变对中国意味着长期机遇与短中期风险。从长期看，中国需要更加重视与发展中国家的合作，推动广大发展中国家经济成长并为中国进一步发展创造条件。中国决策层倡导共建“一带一路”经济逻辑与这一历史趋势相契合，中共十八届五中全会提出“构建广泛的利益共同体”新开放方针折射上述时代诉求。中国等新兴经济体的成长，深刻改变发达国家经济运行外部条件，如果发达国家不能通过创新成功拓展全球技术产业前沿，从而动态保持与追赶国家的产业结构相对领先度，会面临开放条件下潜在增速走低的新挑战。发达国家仍拥有国际货币体系掌控权等历史遗产，仍能通过超常宽松货币与宏观政策勉强支撑局面，然而会长期面临新兴经济体相对竞争力提升与追赶的深刻挑战。

上述全球经济格局演变也意味着前所未有的外部不确定性与潜在风险。受通缩恐惧论理论范式引导与“涨掉债务”政策动机驱动，美国在挺过金融危机冲击走出“急救室”后，仍继续多年实施超宽货币政策。虽然量化宽松加零利率等大剂量刺激措施有助于提振资产价格，对美国等发达国家经济弱势复苏发挥重要支持作用，然而也在其经济体内诱致与积累新的金融脆弱性与资产泡沫因素。意识到上述风险增长，需尽快退出零利率政策，然而又担忧利率朝常态方向变化会

打破脆弱复苏平衡，并再度面临严重衰退。无论是继续维持超宽货币政策，还是较快结束零利率政策，都面临新一轮资产价格调整与经济增长失速的风险约束，可见美国宏观经济政策处于进退维谷骑虎难下的境地。欧元区与日本经济比美国不利条件更多，前景更为黯淡。超宽刺激政策支撑的主要发达经济体脆弱复苏局面可能维持一段时期，更可能不久出现逆转性不利变化，对全球经济构成潜在新风险源。

由于经济发展模式与经济结构存在多种局限，不少发展中大国与新兴经济体也面临各种脆弱性因素困扰。近年国际经济形势波动事实显示，全球经济增速走低，大宗商品价格回落，美国调整货币政策影响，对很多新兴经济体带来巨大调整压力，可能引发较大波动甚至危机。今后几年发达国家与发展中国家经济形势都面临较大不确定性，针对外部环境的潜在新风险源甚至新危机冲击，中国不仅要实施正确政策，保持国内经济稳健运行，还要准备应对在万一发生新外部冲击时，采取更加主动积极的国际合作行动。全球格局快速重构注定是危机风险增长的多事之秋，同时也是全球经济金融治理结构与机制逐步转轨的历史机遇。万一发生新一波国际金融与经济动荡局面，中国将面临前所未有的“稳内”与“安外”双重挑战。

推进调整仍有多重挑战

经济周期与结构双重调整已取得阶段性进展，坚持下去未来一两年有望走出低谷，然而产能过剩与投资减速尚未见底，僵死企业退出与金融风险释放有待突破，新旧增长动能交替转换仍处于胶着相持状态，要成功实现探底后景气回升仍面临多重挑战。

一是消化产能过剩与过量库存过程尚未完成。目前工业品价格仍在下行探底，显示早先上游部门产能过剩仍在释放消化过程中，制约制造业投资企稳回升。又如商品房销售虽然总体回升，然而楼市回暖仍局限于部分地区，并且房地产行业从销售回暖到投资回升通常存在

一定滞后期，房地产投资下行和低位调整尚未结束。目前在投资领域主要依靠政府主导的基础设施投资较快增长支撑局面，要等到消化工业产能过剩与房地产过量库存大体完成后，整体投资才有望恢复自主较快增长，并实现经济周期转换。

二是利用市场出清机制淘汰僵死企业与重组资源面临挑战。失衡调整持续深入到水落石出阶段，需要借助市场出清机制允许难以持续的企业退出并重组资源，通过创造性毁灭实现产业结构转型升级。稳增长与防风险措施对于实现稳健调整目标具有积极意义，然而如果一些需要退出的企业依靠救助政策扶持勉强支撑甚至变成僵死企业，一些杠杆率过高甚至资不抵债的机构受到政策保护难以清盘重组，会妨碍调整进程顺利推进。

三是结构调整新旧交替处于相持阶段。近年调整大环境下“三新”活跃成长，有望推动经济成长步入新阶段，然而目前新动力尚不足以抵消传统行业增长周期回调与趋势走缓因素影响，沿海与中西部不少地区经济活跃增长尚不足以抵消资源密集省区调整派生的下行压力。某些资源密集地区经济下行困难，与早先国企改革不够充分派生冗员困难结合，增添经济形势复杂程度。

粮食周期转变存在变数

从目前粮食仓容爆满与过量库存现实情况看，我国粮食产量“十一连增”对早先“五连降”可能已明显超调。最近粮价较大幅度下跌，显示粮食产量、进口、库存多年“三量齐增”格局难以持续。从改革时期早先经验看，粮食周期调整会对粮食产量、农民收入与消费、劳动力转移以至短期宏观经济形势都可能产生不同程度影响。

据报道，2015年秋粮上市后玉米市价从9月初每吨2300元下跌到11月中旬2000元上下，跌幅约15%，小麦价格较早时也下降一成左右，2015年官方玉米临时收储价自2008年以来首次较大幅度下调。直接原

因是目前粮食库存过高，依据政府有关部门文件表述，已高到两个“前所未有”地步：“各类粮油仓储企业储存的粮食数量之大前所未有，储存在露天和简易存储设施中的国家政策性粮食数量之多也前所未有。”估计目前我国粮食库存可能超过全年实际消费量，远高于合理库存规模，再次出现“存不下、卖不动、收不起”的形势。

这一轮粮食过量库存是在我国新的经济与政策环境下发生的。一方面，农村劳动力成本、汇率、土地等要素价格较快上升，导致农业比较成本持续较快增长，在开放环境下受比较优势规律的作用，大豆进口多年持续快速增长，主要谷物进口近年也有不同程度较快增长，2014年我国粮食进口总量第一次超过1亿吨大关。同时，由于粮食进口管制与其他干预措施影响，我国主要粮食品种国内价格已普遍较大程度高于国际市场价格。

另一方面，依托早先经济繁荣时期财政收入快速增长，政府有关部门不断提高粮食收购价格，对国内粮食生产提供激励，取得国内粮食产量2004—2014年“十一连增”成就。在上述经济形势与政策环境下，粮食与食品加工企业作为直接粮食需求方，倾向于采购利用比较便宜的进口粮食，国内主产区粮食增产一定程度上为增加库存做贡献，形成业内人士所言“进口入市、收购入库”的反常现象。

粮仓爆满与粮价下跌，提示一段时期延续的“三量齐增”粮食增长方式已难以持续并亟待调整。从改革时期几次粮食相对过剩调整经验观察，粮价下降和粮食周期调整不会影响我国保障粮食安全目标，然而会对农业、农村经济带来连锁反应，并对宏观经济产生影响。一是可能会终结粮食生产连年增产局面，引导2016年甚至之后几年粮食产量下行调整。二是粮食“量价同降”会对农民收入产生不利影响，会拖累农村消费增速。三是改变近年粮食进出口变化态势。四是可能对消费物价产生影响。依据有关CPI对粮价弹性估计，如果2016年粮价下降10%~15%，或许会拉低CPI约0.8~1个百分点。这对政府自身保持定

力与积极调整政策会带来新压力。五是对劳动市场产生边际影响。粮价下调与粮食生产比较收益降低，会在边际上降低农民工转移的机会成本并相应增加转移激励。新一轮粮食市场周期调整，有可能成为决定本轮宏观经济调整探底时点的“最后一只靴子”。

谋求改革突破面临困难

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》中指出：“改革是发展的强大动力”，“全方位对外开放是发展的必然要求”。力推新时期改革开放系统突破，是保证双重调整最终完成并迎来新一轮强景气增长的根本保障条件。十八大以来，最高决策层制定了三中全会系统改革规划，并在人口政策调整、金融市场化改革、财政体制改革、简政放权、扩大对外开放等方面取得了令人鼓舞的进展。然而，推进改革开放实际步伐与我国经济社会发展要求仍不能很好适应，在关键改革领域谋求系统突破不仅面临长期形成的既得利益格局制约，也面临不适应经济现代化实践的传统思想观念影响，改革面临的“爬坡过坎”“壮士断腕”困难超出预期。如果不能克服多重障碍，实现关键领域改革的系统突破，切实全面推进十八届三中全会、四中全会的系统改革部署，既可能会使经济运行在低位和下行阶段盘桓滞留过久，也可能使经济走出下行低谷后面临增长后劲不足的浅复苏或弱景气局面，甚至可能出现通货膨胀与弱势增长组合而成的更为纠结的某种滞涨状态。唯有力推改革系统突破，才能有效推动中国经济较快完成双重调整，并迎来强景气复苏与持续较快追赶前景。

前景展望与政策探讨

21世纪初年，我国经济追赶提速，人均GDP从21世纪初的1000多美元增长到2014年7500美元上下，实现从较低中等收入提升到较高中等收入水平。根据我国经济追赶历史表现与现实情况匡算，目前这轮调整如能最终完成并向强景气增长转换，我国经济在新一轮景气成长阶段有可能达到人均收入15000美元上下，初步实现向高收入国家跨越的目标，经济总量也有望超过美国成为全球最大经济体。因而，本轮经济调整前景及其决定的未来5~10年经济运行状态，在我国经济现代化进程中将具有特殊重要意义。

周期与结构双重调整塑造了近年我国宏观经济走势。对冲经济下行风险并保证经济周期转换平顺推进，有必要加大稳增长与防风险的政策举措。然而要实现经济后续强景气回升，并在新一轮景气成长期实现向高收入水平跨越，则有待于关键领域深化改革取得突破性进展，并由此显著提升经济潜在增长率，有待于充分释放市场创新力量，激活新经济增长因素，有待于更好地发挥新兴大国能动性，并有效拓展全球经济增长空间。

第一，在调整深入推进到最后阶段的关键时期，要全面客观认识调整期经济形势，坚定保持定力与积极调整的信心。既要重视GDP增速回落派生的严峻困难，也要看到宏观经济比例关系合意变化与贸易条件改善带来的利益；既要看到调整期传统部门特别是上游工业部门调减产能过剩派生的阵痛，也要看到新行业、新产品、新业态活跃生长；既要看到资源密集省份面临的特殊困难，也要看到中西部省区经济“弯道追赶”新亮点。要结合中国与国际经验重新审视通货紧缩影响：既要看到通缩对企业经营和经济增长带来的困难，并积极追加充实稳增长措施以应对；也要看到通缩派生“宏观相对价格”变动，对

产能过剩提供市场化调节机制，避免西方主流理论通缩恐惧论偏颇。在全面认识形势的基础上，坚定保持定力与积极调整的信心。

第二，充实加强稳增长与推进调整政策措施。一是货币政策继续保持稳健中性立场，需在保持充足流动性与防范出现新泡沫之间保持平衡，在政策工具创新与传统总量工具运用上保持平衡，更加重视运用退出高位存准率等总量工具，保持货币总量适度增长。二是适度加大利用财政稳增长的政策力度。财政政策具有定位精准、见效迅速的优势，而且能够撬动民间资金。目前，企业杠杆率较高，而政府债务特别是中央政府债务率较低，通过增加政府债务获得的资金既可用于支持基础设施项目，也可用于减税和增加民生支出。同时应尽快落实十八届三中全会关于适当降低社保费率的决定。三是要在稳定资本市场近期波动的基础上，稳健推进资本市场准入制改革，为企业在资本市场股权融资创造便利条件，兼收调整期减杠杆与稳增长政策效果。四是重视我国粮食周期调整动向和影响，从探索耕地轮作休耕、减少流通价格干预、扩大农业开放等方面系统谋划，应对新一轮粮食市场调整并“加快转变农业增长方式”。五是设立转型基金，帮助特定地区面临特殊困难的资源性企业一次性转移或退出，这方面政策有助于稳增长与促改革，对目前困难较大的重工业部门与少数地区也具有较好的政策瞄准锁定效果。

第三，短期稳增长措施有助于为双重调整赢得时间并推动经济复苏，然而，实现强景气复苏则取决于能否切实推进供给侧的深层结构性改革，通过大幅降低制度交易成本以提升潜在经济增长率。在劳动力等不可贸易要素成本以及资产价格快速提升的背景下，如果不能通过深化改革有效降低交易成本，下一步可能出现经济弱势复苏与物价快速上涨的更为棘手的局面。要加快推出实施类似于取消二孩生育管制这样既能提振改革信心又能助推经济增长的改革举措，果断摘取改革地平线上“早已低垂的果实”。可分步骤取消与计划经济城乡隔绝要求相联系的户口管制制度，在农地普遍确权基础上尽快取消对农民

宅基地用益物权和流转权的限制，赋予农民在择居择业方面更为充分的公民权，增加农民的财产收入，并进一步激发被抑制的城市化发展潜能。要大范围减少对行业投资的准入管制，以激活民营企业投资潜能，减少医疗卫生与教育领域准入管制，并扩大这些领域对外开放度，让这些收入弹性较高的部门更好地发挥助推潜在增长作用。要站在我国改革开放取得全部成就与中国崛起带动全球格局快速演变的当代高度，在全面认识总结新中国经济制度选择与经济建设实践正反两方面经验教训的基础上，实事求是解放思想以拓宽改革开放与经济现代化实践所需的思想观念与意识形态空间。

第四，公众政策与市场力量互相补充，底层创新与高端研发齐头并进，鼓励培育创新驱动新增长模式。随着21世纪初农业劳动力转移高峰过去，以及重工业部门集群外延扩张接近峰值，未来中国经济将越发呈现结构多样化与动力分散化特点。目前，我国几个一线城市大约6000多万人口平均人均收入已经达到世界高收入水平，沿海四个最发达省区约3亿人口人均收入已接近高收入水平，经济增长从早先主要通过模仿创新实现追赶，逐步转向模仿与原发创新并重支持追赶。一方面要通过公共财政和产业政策鼓励企业科技研发，加快培育其前沿创新能力；另一方面要通过实施大众创业、万众创新政策，培育推动增长的市场草根力量的增长。顺应新信息技术与各类传统与新兴行业融合大趋势，积极实施鼓励“互联网+”政策方针，以改革创新为取向，积极化解新兴业态生长与原有利益格局的摩擦矛盾。

第五，要发挥新兴大国对全球经济发展的积极引领作用。21世纪中国开放追赶提速以来，中国作为最大增量贡献国，无论在影响全球经济短期增长还是塑造未来发展格局的能力方面都有实质性提升。“大象无法藏身于树后”，应全面分析评估我国经济能动性增大的客观事实，在深化国内结构性改革健全制度的同时，主动设计实施建立中外开放发展政策，更加奋发有为地改造世界经济。一方面要扎实推动“一带一路”行动计划，通过五通融合在沿线广大发展中国家培育

新增长点，同时不断总结经验，防范风险，存利去害，在快速演变的多极世界格局中发挥自身引领全球经济发展潮流的作用。另一方面要利用我国2016年举办G20峰会的机遇，在多边场合系统倡导通过深化结构改革，提升潜在增长率与推进全球经济可持续增长理念，回应一段时期国际主流社会过于依赖短期刺激政策应对长期问题的政策倾向。

第六，防范潜在风险，对超预期小概率事件冲击未雨绸缪。调整最后阶段各种矛盾和压力最大，可能诱致相关政策动作变形，导致旧泡沫尚未化解又促成新泡沫，这方面变化与原有风险释放相互交织，可能派生新的不稳定因素，甚至延缓拖累调整周期的顺利过渡。部分发达国家多年超宽刺激政策推动下形成的脆弱增长与新生泡沫因素，随着刺激政策退出与国际形势演变，也存在较大变数甚至可能再次爆发危机，从外部加剧我国经济周期转变的困难。我国资本账户开放加快推进并取得人民币“入篮”的最新成就，然而也会让未来应对外部冲击的政策选择上面临新的限制。我国经济一两年大体走出本轮宏观调整低谷期，具有可预期较大可能性，然而，也不应排除内外环境超预期不利变化派生潜在冲击。需动态管理与充实银行系统资本充足率、流动性比率与计提拨备资金，以减少其系统脆弱性，加强对金融风险触发因素研究预判，以增加应对来自内部与外部金融风险释放冲击的主动性。需加强宏观审慎措施，在劳动市场、企业重组、减免税费等方面研究应对冲击预案，以便在小概率逆向情景发生时沉稳应对，并争取最为有利的结果。